

czwartek, 7 października 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Zmieniamy nasze nastawienie do rynku akcji z pozytywnego na neutralne. Rośnie ryzyko scenariusza słabszego wzrostu gospodarczego przy rosnącej inflacji. Banki nadal będą ratować WIG20.

Ze spółek

Finanse

PKO BP startuje z programem masowych uгод na zasadach KNF, co było jednym z najważniejszych elementów we „frankowej łamigłówce”. Liczymy, że po wyroku SN z 8 listopada reszta banków również zajmie jednoznaczne stanowisko ws. rozwiązania kwestii CHF. Po stronie monetarnej decyzja RPP była dla nas zaskakująca i oznacza przyspieszenie realizacji naszego bazowego scenariusza stopy referencyjnej na poziomie 1,5%. Cały czas przeważamy sektor bankowy zarówno w Polsce jak i za granicą.

Chemia

Spółki chemiczne borykają się z eksplozją cen surowców wymaganych do produkcji. Drożący gaz i CO₂ mocno uderzają w marżę Grupy Azoty, a wyższe ceny gazu, węgla kokсового i CO₂ budzą niepokój odnośnie przyszłorocznych wyników Ciech. Nadal niedowierzamy polską chemię.

Surowce

Słabsze momentum w Chinach, obawy o tamtejszy sektor deweloperski oraz zbliżający się tapering chłodzi perspektywę KGHM. Wysokie ceny węgla koksującego i koks sprzyjają JSW.

Paliwa

Odbudowujące się marże rafineryjne i wysokie ceny węglowodorów uzasadniają pozytywne rekomendacje dla Lotosu i MOL-a. Utrzymujemy sceptyczne nastawienie do PKN z/w na wyzwania dla wyników w 2H.

Energetyka

Aktualizujemy w górę ścieżki cenowe dla energii zarówno ze względu na CO₂ jak i notowania paliw. Taki scenariusz winduje prognozy i wyceny dla czystych i zintegrowanych wytwórców. Naszymi top pickami są CEZ i Polenergia.

Telekomunikacja, Media, IT

Podtrzymujemy pozytywne podejście do WPL. Niedawne wezwanie na CPS powinno dalej wspierać sentyment do OPL. W IT naszym faworytem jest SGN. Po wzrostach notowań, mamy neutralne podejście do ACP.

Gaming

Światowy segment będący ostatnio pod presją informacji z Chin powoli się zbliża do dobrego okresu pod względem sprzedaży i premier, co powinno pozytywnie wpływać na sentyment.

Przemysł

Rosnące koszty (energia, gaz, płace) chłodzi sentyment do spółek przemysłowych na 2022 rok. Obecnie najbardziej atrakcyjne według nas są: Cognor, Famur, Forte, Kernel i Mo-BRUK. Unikalibyśmy Amica i PKP Cargo.

Handel, E-commerce

Wzrost kosztów dostaw netto wpłynie na niższe niż oczekuje rynek wyniki ALE w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy nasze negatywne, niekonsensusowe podejście do spółki. Naszym faworytem pozostaje ANR, który zanotował >70% wzrost przychodów w 3Q. Rosnąca inflacja żywności oraz wzrost wynagrodzeń pozytywnie wpłyną na sprzedaż LfL spółek spożywczych.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: Answear, CD Projekt, CEZ, Cognor, Erste, Famur, Forte, JSW, Kernel, Lotos, Mo-BRUK, MOL, PGNiG, Pekao, PKO BP, Polenergia, Sygnity, Ten Square Games, Wirtualna Polska

Negatywne: Amica, Allegro, Grupa Azoty, PKN Orlen, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	71 940	-0,5%	+26%
ATX	3 688	+0,5%	+35%
BUX	53 370	+1,1%	+27%
PX	1 362	+5,8%	+37%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 349	-1,7%	+21%
mWIG40	5 394	+3,0%	+41%
sWIG80	21 232	+0,3%	+36%
Banki	8 217	+8,7%	+79%
Budownictwo	4 277	-4,6%	+17%
Chemia	9 084	-7,9%	+18%
Energia	2 805	-1,9%	+37%
Gaming	23 693	-4,5%	-18%
Górnictwo	5 353	-12,7%	-8%
Informatyka	4 759	+0,9%	+23%
Media	8 548	-1,8%	+40%
Odzież	8 598	-9,6%	+48%
Paliwa	6 956	+6,7%	+39%
Spożywczy	4 794	+6,6%	+32%
Telekomunikacja	1 202	+1,9%	+24%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Bumech	19,10	+293,8%	+463%
ZEPAK	18,10	+52,7%	+95%
LW Bogdanka	47,40	+49,2%	+148%
Braster	1,15	+48,4%	+143%
BOŚ	11,00	+34,4%	+97%
Celon Pharma	35,00	-16,9%	-15%
KGHM	156,90	-17,0%	-17%
Ciech	40,70	-19,4%	+32%
Allegro	56,59	-21,4%	-34%
Mercator Medical	140,60	-27,5%	-68%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CEZ	akumuluj ▼	825,37 CZK ▲
Cognor	kupuj ▲	5,05 PLN ►
Enea	zawieszona ►	-
Famur	kupuj ►	4,01 PLN ▲
Kruk	trzymaj ▼	288,46 PLN ►
Millennium	trzymaj ▼	7,30 PLN ►
MOL	akumuluj ▼	2816,00 HUF ►
PGE	zawieszona ►	-
Polenergia	kupuj ▲	85,94 PLN ▲
Santander BP	akumuluj ▼	345,80 PLN ►
Stalprodukt	trzymaj ►	299,44 PLN ▼
Tauron	zawieszona ►	-

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	19
10.1. Alior Bank	19
10.2. BNP Paribas Polska	20
10.3. Handlowy	21
10.4. ING BSK	22
10.5. Millennium	23
10.6. Pekao	24
10.7. PKO BP	25
10.8. Santander Bank Polska	26
10.9. PZU	27
10.10. Kruk	28
10.11. GPW	29
11. Chemia	30
11.1. Ciech	30
11.2. Grupa Azoty	31
12. Surowce	32
12.1. JSW	32
12.2. KGHM	33
13. Paliwa	34
13.1. Lotos	34
13.2. MOL	35
13.3. PGNiG	36
13.4. PKN Orlen	37
14. Energetyka	38
14.1. CEZ	38
14.2. Enea	39
14.3. PGE	40
14.4. Polenergia	41
14.5. Tauron	42
15. Telekomunikacja	43
15.1. Cyfrowy Polsat	43
15.2. Orange Polska	44
16. Media	45
16.1. Agora	45
16.2. Wirtualna Polska	46
17. IT	47
17.1. Asseco Poland	47
17.2. Comarch	48
17.3. Sygnity	49
18. Gaming	50
18.1. CD Projekt	50
18.2. Ten Square Games	51
19. Przemysł	52
19.1. Cognor	53
19.2. Famur	54
19.3. Grupa Kęty	55
19.4. Kernel	56
19.5. Mo-BRUK	57
19.6. PKP Cargo	58
19.7. Pozbud	59
19.8. Stalprodukt	60
20. E-commerce	61
20.1. Allegro	61
20.2. Answear	62
20.3. Shoper	63
20.4. Vercom	64
21. Handel	65
21.1. Dino	65
21.2. Jeronimo Martins	66

Rynek akcji

Zmieniamy nasze nastawienie do rynku akcji z pozytywnego na neutralne. Realizuje się bardziej negatywny scenariusz niż zakładaliśmy. Opóźnienia w dostawach nie maleją, ale nasilają się. Ceny energii i paliw gwałtownie rosną, stwarzając dodatkową presję inflacyjną. Jeżeli sytuacja na rynku surowców nie zmieni się w najbliższych tygodniach, w przyszłym roku wzrost cen będzie negatywnie przekładał się na konsumpcję, wpływając na obniżki prognoz wzrostu gospodarczego, przy nadal wysokiej inflacji. To jeszcze nie stagflacja, ale coraz więcej wskazuje, że dziś rynki wyceniają bardziej pozytywny scenariusz niż ten, który oceniamy jako najbardziej realny. Inwestorzy nauczeni przez banki centralne, że każde spowolnienie gospodarcze włącza kolejne narzędzia polityki monetarnej tym razem mogą nerwowo reagować na ewentualnie słabsze dane o wzroście PKB. Czekają nas rosnąca zmienność indeksów. Wyniki za 3Q będą jeszcze bardzo dobre, ale w kolejnych kwartałach obawiamy się, że firmy będą miały coraz większy problem z przenoszeniem zwiększonych kosztów na klienta. Jak wielokrotnie podkreślaliśmy sektor bankowy i jego wysoki udział w WIG będzie dla GPW zbawienny, bo globalni inwestorzy będą „grali” scenariusz podwyżek stóp procentowych (co właśnie ma miejsce). Nadal zalecamy przeważenie spółek cyklicznych, ze szczególnym uwzględnieniem banków.

PMI - gospodarka hamuje szybciej?

W naszym dotychczasowym podejściu do rynku akcji zakładaliśmy, że nieco słabsze (niż oczekiwania) dane o wzroście gospodarczym w połączeniu z utrzymującą się inflacją na podwyższonym poziomie to dobre otoczenie dla wzrostu cen akcji. Ostatni miesiąc wskazuje jednak, że prawdopodobieństwo negatywnego scenariusza niepokojąco rośnie. Wskaźniki wyprzedzające hamują szybciej niż zakładaliśmy, a gwałtowny wzrost cen gazu, ropy, energii elektrycznej oraz coraz większe opóźnienia w łańcuchach dostaw podbijają obawy o przyszłe tempo inflacji. Naszym zdaniem ta ostatnia to nie tylko problem bardziej agresywnych działań banków centralnych, ale również rosnących obaw o przyszłą konsumpcję (w kontekście wysokich cen, co bardziej będzie to wybrzmiewało w komentarzach makro).

Wrześniowe odczyty PMI w Strefie Euro rozczarowały, zarówno w usługach (56,3 pkt vs. 59 pkt poprzednio) jak i w przemyśle (spadek do 58,7 pkt z 61,4 pkt). Największe spadki dotyczą kluczowych dla strefy gospodarek: Niemiec i Francji. Sam poziom wskaźników nadal ma pozytywny wydźwięk i oznacza dobrą koniunkturę, jednak przyczyny pogorszenia nastroju przedsiębiorców każą nam zastanowić się nad przyszłoroczną koniunkturą (szczególnie w kontekście oczekiwań rynkowych). Tradycyjnie w komentarzach, powodem spadku pozostają łańcuchy dostaw. Te jak wynika z informacji płynących szczególnie z Chin nie odblokowują się, a wręcz rosną opóźnienia, co jest związane m.in. z nasilającym się kryzysem energetycznym. W ostatnich dwóch tygodniach połowa z 31 chińskich prowincji odnotowała czasowe wyłączenia prądu (problemy z dostawami węgla), co dodatkowo ogranicza produkcję przemysłową. Biorąc pod uwagę utrzymujące się problemy z wydolnością portów morskich należy oczekiwać, że zamówienia zarówno gotowych produktów (zakupy przedświąteczne) jak i komponentów dla branży elektronicznej, motoryzacji i innych dotrą do Europy i USA z dużym opóźnieniem. To oznacza kolejne, słabsze dane o wzroście gospodarczym i presję na podwyżki cen.

Poza efektem popytowym, nasila się ważniejsze ryzyko związane z konsumpcją. Ta stanowi motor napędowy obecnego cyklu wzrostowego, a symptomy słabnięcia popytu

nie tłumaczy tylko obawa o efekty kolejnej fali pandemii. Firmy coraz wyraźniej zwracają uwagę na wzrost cen i to, że mogą mieć problem z przenoszeniem ich na konsumentów, tym bardziej że post-pandemiczny popyt zdaje się coraz bardziej zaspokojony. Przy dalszym silnym wzroście cen będzie spadać skłonność do konsumpcji i to stanowi czynnik ryzyka na 2022 rok. Dotyczy to zarówno przemysłu jak i usług. Spadają zamówienia eksportowe, co można tłumaczyć spowolnieniem w Azji.

Trudne decyzje przed bankami centralnymi

Zgodnie z oczekiwaniami FED zasugerował (ale nie potwierdził ostatecznie) rozpoczęcie taperingu w listopadzie, doprecyzowując, że poziom zakupu aktywów spadnie do 0 w połowie przyszłego roku (-15 mld USD co miesiąc). Inflacja spełnia kryteria do zmiany polityki, FED nadal oczekuje jednak poprawy na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia poniżej 4%, obecnie 5,2%). ECB nadal gołębi, NBP powoli zmienia retorykę. W nadchodzących tygodniach przed nami pozytywny dla PKB efekt ustępującej fali COVID w USA i Europie. Z drugiej strony, negatywny wpływ wzrostu cen i opóźnień w dostawach. Zakładając, że dane makro będą jednak słabsze od oczekiwań presja „podwyżkowa” na banki centralne zmaleje. Będą jednak rosły obawy o to czy wzrost gospodarczy utrzyma się i co w sytuacji kiedy na słabszy wzrost nie można reagować polityką monetarną. Inwestorzy (w tym inwestorzy indywidualni wpłacający środki do funduszy ETF) nauczeni przez banki centralne, że każde spowolnienie gospodarcze włącza kolejne narzędzia polityki monetarnej mogą reagować nerwowo w sytuacji większego rozczarowania danymi.

Sytuacja geopolityczna bez zmian

Zakładając, że informacje o kolejnych przelotach rekordowej liczby samolotów bojowych Chin (59) w strefie powietrznej Tajwanu to codzienność (rosnące obawy o bezpieczeństwo dostaw mikroprocesorów) - miniony miesiąc można podsumować jako niewiele wnoszący do ogólnego obrazu sytuacji. Działania obu stron konfliktu wskazują na dalszą eskalację sytuacji (m.in. USA zaakceptowały sprzedaż okrętów podwodnych z napędem atomowym Australii), co stoi w sprzeczności z sierpniowymi deklaracjami Xi i Bidena o możliwym ociepleniu relacji. Zwracamy również uwagę na sytuację w Europie. Rosja utrzymuje napięcie na granicy państw NATO z Białorusią i wbrew oczekiwaniom działania te nie słabną po zakończeniu manewrów ZAPAD2021 (coraz więcej informacji o bezpośrednich prowokacjach). Z drugiej strony, przy zaledwie 72% wykorzystaniu zdolności magazynowych gazu w zachodniej Europie (tuż przed okresem zimowym) i podwojeniu się jego ceny w ciągu roku, Rosja nie zwiększa dostaw surowca. Tym samym wywiera presję na UE ws. szybkiego uruchomienia NordStream2. Nowa umowa gazowa podpisana z Węgrami we wrześniu, całkowicie omija tranzyt surowca przez Ukrainę, co jasno obrazuje intencje Moskwy.

Pozytywną informacją jest tempo/skala rozwoju czwartej fali COVID. W krajach zachodnich, ale również w uprzemysłowionych krajach azjatyckich, gdzie problemem jest niski poziom zaszczepienia, cofa się ona szybciej niż zakładaliśmy. W Polsce również można było oczekiwać, że na tym etapie sezonowego wzrostu zachorowań, liczba nowych przypadków będzie wyższa niż obecnie raportowane. W przeciwieństwie do większości krajów europejskich przed nami nadal apogeum zachorowań i finalnie trudno oceniać jego skalę. Nadal uważamy, że reakcja rządu ograniczy się do działań lokalnych i restrykcji w stosunku do osób niezaszczepionych.

Oferty IPO + słabość lokalnego kapitału = korekta na GPW?

Przed nami okres sezonowego wzrostu podaży nowych akcji w ofertach IPO/SPO (prospekty w KNF złożyły m.in.: STS, Grupa Pracuj.pl, Desa, Murapol). Wartość potencjalnych ofert na 4Q można szacować na ok. 2,5 mld PLN. Dodatkowo na rynku mogą pojawić się transakcje ABB związane z zakończeniem lock-up Pepco i Allegro (2-5 mld PLN). Na obecną chwilę, nasze obawy budzi niewielka ilość nowego kapitału zasilającego polskie fundusze, co przy neutralnym/słabszym sentymencie inwestorów na rynkach zagranicznych historycznie przekładało się na słabsze zachowanie lokalnego rynku. Bilans przepływów poprawi wezwanie na akcje Cyfrowego Polsatu (w przypadku powodzenia wezwania do krajowych funduszy trafi ok. 5 mld PLN, z czego ok. 0,5 mld PLN do TFI, pozostałe do OFE), przy czym środki zasilą fundusze dopiero 24 listopada.

Do funduszy akcyjnych TFI nadal napływają (netto) środki (5,9 mld PLN YTD), ale od początku roku kapitał zasilął przede wszystkim fundusze dedykowane na rynki globalne. W okresie lipiec-sierpień fundusze inwestujące na GPW zanotowały odpływ środków na poziomie 99 mln PLN (przy napływie netto do wszystkich funduszy akcyjnych na poziomie 860 mln PLN). Po wakacjach, zakładamy że statystyka poprawi się na korzyść funduszy inwestujących lokalnie (+ 100/200 mln PLN miesięcznie), ale bilans popyt/podaż pozostanie nadal ujemny.

W systemie emerytalnym „nowe” pieniądze płyną do PPK. Skala wpłat jest zgodna z naszymi dotychczasowymi oczekiwaniami (1,92 mld PLN w IH 2021, w całym roku spodziewamy się kwoty 4,7 mld PLN). Szacujemy, że w samym 4Q PPK pozyskają 1,3 mld PLN z czego na zakup polskich akcji przeznaczą 640 mln PLN. To nadal zbyt mało, żeby wchłonąć nadchodzącą podaż. Ponadto, warto zwrócić uwagę na istotną zmianę struktury aktywów OFE, odkąd jasne stało się, że zmiany dotyczące przekształcenia funduszy w IKE utknęły w miejscu (m.in. brak ostatecznie zdefiniowanego systemu podatkowego w *Nowym Ładzie*, uniemożliwia korektę ustawy zmieniającej OFE). Wartość portfela akcyjnego OFE – zarówno w części dedykowanej na GPW jak i rynki zagraniczne – wzrosła w ostatnich 11 miesiącach o 59%, przy wzroście WIG w tym okresie o 41%. Co ważne, fundusze zmniejszyły poziom gotówki do zaledwie 3,7 mld PLN (-4,3 mld PLN) inwestując ją w akcje. Gotówka stanowi obecnie tylko 2% aktywów netto OFE.

Podział aktywów netto OFE

(mld PLN)	aktywa netto			udział	
	wrz'20	sie'21	zmiana	wrz'20	sie'21
depozyty bankowe	7,97	3,67	-4,29	6,3%	2,0%
akcje GPW	95,85	150,72	54,87	76,1%	81,6%
akcje zagraniczne	9,47	17,06	7,59	7,5%	9,2%
papiery dłużne, inne	12,66	13,29	0,64	10,0%	7,2%
razem	125,94	184,75	58,81		

Źródło: KNF, mBank

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- W końcu, zgodnie z zapowiedziami i naszymi oczekiwaniami, bank PKO BP rozpoczyna program masowych uгод z kredytobiorcami CHF. Jest to kamień milowy w sędze frankowej i swego rodzaju skonfrontowanie badań ankietowych z rzeczywistym zachowaniem klientów. Oczywiście, nie spodziewamy się, że PKO BP będzie w stanie w krótkim czasie przekonać znaczącą liczbę klientów (bank ma około 100 tys. kredytów hipotecznych CHF), jednakże początkowy odzew klientów będzie ważny z punktu widzenia reszty sektora bankowego. W przypadku sukcesu, pozostałe banki z relatywnie dużym portfelem CHF mogą dostać dodatkową zachętę do przystąpienia do programu uгод. Jedną zachętę banki już otrzymały w postaci rekomendacji KSF ws. zmniejszenia wag ryzyka kredytów CHF dla banków, które oferują klientom ugody pozasądowe. Czekamy na zaopiniowanie i skwantyfikowanie tej rekomendacji przez KNF, a następnie zatwierdzenie jej przez Ministerstwo Finansów, nie zmienia to jednak faktu, że regulator swoimi działaniami promuje rozwiązanie ugodowe. Oczywiście nie tracimy z oczu 8 listopada, kiedy to SN w siedmioosobowym składzie ma zdecydować, czy w przypadku unieważnienia umowy CHF bankom należy się wynagrodzenie za korzystanie z kapitału. Podkreślamy bardzo dobrą pracę jaką wykonuje Millennium, które oferuje klientom ugody na własnych warunkach, wiemy że przez pierwsze 7 miesięcy udało się zawrzeć około 4 000 takich uгод, spodziewamy się, że w 3Q bank zdołał relatywnie utrzymać tempo (1500-2000 nowych uгод), jednocześnie bank nie wyklucza przystąpienia do uгод na zasadach KNF. Jeżeli chodzi o mikroskalę i wyniki za 3Q, to spodziewamy się, że w obliczu utrzymania napływu pozwów CHF, banki takie jak Millennium i Santander zawiążą podobne rezerwy jak w 2Q, co w przypadku Millennium może oznaczać kolejny kwartał ze stratą.
- Regionalne banki centralne znajdują się na ścieżce wojennej z inflacją i chętnie podnoszą stopy procentowe. CNB w ostatnim tygodniu zaskoczył rynek i podniósł stopę referencyjną aż o 75 p.b.. Kolejną podwyżkę dostarczyli też bankierzy centralni z Węgier i zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi to jeszcze nie jest koniec. 5 października cykl podwyżek został rozpoczęty w Rumunii. Te wszystkie ruchy lokalnych banków centralnych oczywiście sprzyjają lokalnym i regionalnym bankom. Wierzmy również, że konsensus nie nadeża za kolejnymi podwyżkami i oczekiwania rynkowe pozostają w tyle, podobnie z guidance banków, co do którego nie wykluczamy, że zostanie podniesiony przy okazji wyników za 3Q. Oczywiście ryzykiem pozostaje 4 fala COVID-19, ale wierzymy, że dopóki nie zostaną wprowadzone twarde lockdowny mające bezpośredni wpływ na produkcję przemysłową, to banki nie powinny mieć problemów z kosztami ryzyka i zapowiedziane niskie poziomy powinny się zrealizować. W strefie euro wysokie odczyty inflacyjne sprawiają, że rozpoczyna się dyskusja, czy prosta rekalkulacja programu skupu aktywów będzie wystarczająca, czy też ECB nie sięgnie po silniejsze instrumenty (oczywiście podwyżki stóp są wykluczone), jest to jednak dyskusja przewidziana dopiero przy okazji grudniowego spotkania europejskich bankierzy centralnych. Poza działalnością banków centralnych zwracamy jeszcze uwagę na jedno ważne wydarzenie w regionie. W najbliższy weekend w Czechach odbywają się wybory parlamentarne, dotychczasowe sondaże wskazywały na wygraną rządzącej partii ANO, co oznaczałoby utrzymanie status quo jeżeli chodzi o obciążenia sektora bankowego, nie wiemy jednak jak opinia publiczna zareaguje na Pandora Papers, w których pojawia się postać czeskiego premiera – wygrana partii

antysystemowej mogłaby oznaczać większe obciążenia podatkowe.

- Dynamiczna zmiana stóp procentowych w regionie powoduje, że nasze obecne prognozy dla banków w regionie wymagają kalibracji. Perspektywy dla tych banków nadal malują się bardzo dobrze, co zostało potwierdzone przez ich przedstawicieli na naszej ostatniej konferencji finansowej „EFC”. Szczególnie optymistycznie wyglądają perspektywy kosztu ryzyka oraz wyniku odsetkowego, a dodatkowo widać wyraźne odbicie w wolumenach. Do czasu aktualizacji prognoz nadal przeważamy sektor bankowy w CEE.
- Decyzja RPP o podwyżce stóp procentowych w październiku była dla nas zaskakująca, ale odbieramy ją jednoznacznie pozytywnie. Nasz scenariusz się nie zmienia i nadal zakładamy, że stopa referencyjna dojdzie do 1,5%, ale może się to stać wcześniej czyli w 4Q'22, a nie w 2Q'23 jak zakładaliśmy do tej pory. Oznacza to, że dotychczas prognozowany przez nas wynik odsetkowy również ulegnie zmianie. Na agregacie analizowanych przez nas banków szacujemy, że prognoza NII w latach 2021/22/23 powinna się zmienić o odpowiednio +2%/+7%/-1%. Spadek prognozy byłby podyktowany wyższym udziałem depozytów terminowych niż do tej pory zakładaliśmy. Wg wstępnych wyliczeń najwięcej zyskują Santander, BNP, Alior i Pekao.
- Biorąc pod uwagę kursy akcji zmieniamy rekomendacje (nie zmieniając cen docelowych) dla następujących spółek: Millennium (trzymaj), Santander (akumuluj), Kruk (trzymaj).
- **Kluczowe rekomendacje:** BNP (kupuj), PKO (kupuj), Pekao (kupuj), Erste (kupuj).

Chemia

- Dynamiczny wzrost cen gazu, węgla koksowego i cen certyfikatów CO₂ wyraźnie psują oczekiwania odnośnie wyników na 2H'21 oraz 2022 rok. Naszym zdaniem 10-12% r/r podwyżki cen sody w 2022 roku nie pozwolą na zrekomensowanie rosnących kosztów. Dodatkowo słaba TRY zwiększa presję ze strony tureckich producentów sody. Z punktu widzenia klientów Ciech (huty szkła) wyzwaniem na 2022 rok są również wzrosty cen energii, co może utrudniać przeprowadzenie podwyżek cen sody.
- Rosnące ceny gazu ziemnego i certyfikatów CO₂ przekładają się na erozję marż na nawozach w 2H'21. Planowane uruchomienie nowej instalacji Anwil na przełomie 2021/22 przełoży się na wzrost konkurencji w 2022 roku. Spostrzegamy ryzyko, że po zwiększeniu budżetu projektu PDH oraz wydłużeniu terminu odbioru na koniec 2023 roku udział Grupy Azoty w projekcie może zostać dalej rozwodniony.
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (sprzedaj)

Surowce

- Rynek surowców z niepokojem spogląda na bardzo prawdopodobne rozpoczęcie tapering w USA w 2022 roku. Pod presją z tego powodu mogą znaleźć się ceny metali szlachetnych i przemysłowych. Dodatkowo słabsze momentum w Chinach oraz słabe perspektywy tamtejszego sektora deweloperskiego negatywnie przekładają się na potencjał popytowy na miedź. Naszym zdaniem w trzech kolejnych miesiącach import netto miedzi do Chin nadal będzie niższy r/r. Dodatkowo istnieje ryzyko, że po zimowych igrzyskach olimpijskich planowanych na II'21 koniunktura w zakresie wydatków infrastrukturalnych w Chinach dalej osłabnie.
- Mimo prawdopodobnych strajków w chilijskich kopalniach miedzi, ponad połowa przewidzianych na 2021 rok odnowień kontraktów pracowniczych została już

renegocjowana. Jedynie w pojedynczych przypadkach negocjacje płacowe negatywnie odbiły się na wydobyciu. Również ostatnie doniesienia naukowców sugerują, że wariant Delta COVID-19 rozprzestrzenia się wolniej niż wcześniej zakładano, co zmniejsza ryzyko problemów produkcyjnych w kopalniach.

- Wyzwaniem dla KGHM na 2022 rok jest inflacja kosztów energii elektrycznej (+335 mln PLN) oraz kosztów płac (+272 mln PLN).
- Ceny węgla koksującego w Australii wzrosły do 400 USD/t. Wciąż obserwowane jest niedostosowanie podaży do popytu, choć ostatnie doniesienia mówią o większej ostrożności hut do zakupów po wysokich cenach. Australia jest bezpośrednim benchmarkiem cenowym dla JSW dlatego wzrosty cen będą przekładać się na dynamiczny wzrost wyników w 2H'21 oraz w 2022 roku. Na starym kontynencie dynamicznie rosną ceny koksu. Te jeszcze w XI'20 wynosiły 220 USD/t, a w VII'21 i VIII'21 wzrosły do 440 USD/t. Rynek oczekuje, że w VIII'21 ceny przebiły 500 USD/t.
- Ceny stali walcowanej na gorąco korygują się po dynamicznych spadkach cen rudy żelaza. Niższe ceny rudy przekładają się na wzrost rentowności producentów wielkopiecowych.
- W przypadku JSW wzrost kosztów energii przekłada się na wyższe koszty o 77 mln PLN w 2022 roku, zakładamy, że koszty pracy w 2022 roku wzrosną o 122 mln PLN. Wyższe koszty przy obecnych cenach węgla koksującego z pewnością zostaną przełożone na klienta końcowego.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj)

Paliwa

- Ceny Brent przebiły już 80 USD/Bbl, co wpisuje się generalnie w obecne trendy na rynku surowcowym i pojawiające się wąskie gardła w energetyce (węgiel, gaz). OPEC+ na razie nie decyduje się na zwiększanie tempa wzrostu podaży, a niskie zapasy wspierają notowania. Niemniej jednak na razie podtrzymujemy nasze całoroczne założenia średniej ceny Brent na poziomie 69 USD/Bbl (średnia YTD 68 USD) i 60 USD w latach kolejnych.
- Kolejna fala epidemii nie odcisnęła póki co istotnego piętna na rynku paliwowym. Konsumpcja benzyny w USA znajduje się już tylko 1% poniżej poziomu referencyjnego z 2019 roku, a zapasy pozostają w rejonie dolnego ograniczenia wahań z 5 lat. W Europie w portach ARA w przypadku diesla zapasy na dobre odlewały się od odczytów z ostatnich 5 lat, a obecny poziom jest już niższy r/r o prawie 30%. Ruch lotniczy się odbudowuje, w Europie jesteśmy już „tylko” 28% poniżej odczytów z 2019 (w maju było to powyżej -60%, a w czerwcu -50%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 21% vs 2019 (pozytywne trendy powróciły po chwilowym osłabieniu w okresie rosnących przypadków COVID-19 w Azji na przełomie sierpnia i września).
- Marże rafineryjne we wrześniu zanotowały nieznaczny spadek m/m, głównie ze względu na dalsze wzrosty cen surowca, ale traktujemy to tylko jako zjawisko krótkoterminowe. Podaż surowca będzie systematycznie rosła, a przy odbijającym popycie bilans na rynku paliw transportowych może się zacieśniać. Dyferencjał Ural/Brent w okolicach 2,5 USD/Bbl pozostaje istotnym wsparciem dla wyników sektora.
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to rzeczywistość zaskakuje na plus gdyż nie spodziewaliśmy się, że przy wysokich cenach ropy uda się utrzymać poziomy sprzed roku. Tymczasem dane POPIHN wskazują, że w 3Q marże na dieslu były porównywalne, a w przypadku benzyny nawet nieznacznie lepsze r/r. Jest to obiecujące dla wyników segmentu detalicznego w 3Q, szczególnie, że dane GDDKiA wskazują na wzrost ruchu w tym okresie o ~5% r/r dla samochodów osobowych i 7% dla ciężarówek. Przypominamy, że rok temu w tym okresie nie obowiązywały żadne ograniczenia w przemieszczaniu się.

- W petrochemii obserwujemy dalszą stopniową normalizację marż na głównych kategoriach produktowych: na monomerach -50% od szczytów, a na polimerach -20% od szczytów (spadać zaczęły też marże na butadienie i aromatach). Napięcia podażowe powoli są rozładowywane i zbliża się termin uruchomienia nowych instalacji, choć ceny frachtu kontenerowego nadal jeszcze utrzymują wysokie premie lądowe w Europie. Podtrzymujemy naszą opinię, że w kolejnych miesiącach marże petrochemiczne będą pod coraz większą presją.
- Ceny gazu wspięły się w ostatnich tygodniach na kolejne szczyty, czemu sprzyjają bardzo niskie stany magazynowe w UE (75% vs średnia 5-letnia 90% i dotychczasowe minima z lat 2017-18 rzędu 82-84%) i prognozy pogody na zbliżający się sezon grzewczy. W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna krzywa terminowa (1M FWD >90 EUR/MWh). Roczny kontrakt, który powinien być „oczyszczony” z sezonowej paniki przekroczył już 50 EUR/MWh. Takie otoczenie jest pozytywne dla MOL/PGN, a negatywne dla PKN.
- Najlepszym wyborem na powyższe otoczenie makro pozostają w naszej opinii Lotos (marże rafineryjne, ceny ropy i neutralna pozycja na gazie) oraz MOL (wysokie ceny węglowodorów, wzrost marża rafineryjnych i wciąż wysokie marże petchem oraz ograniczona ekspozycja na koszty CO₂). W przypadku PGNiG perspektywa fuzji z PKN definitywnie „uodporniła” kurs na jakiegokolwiek katalizatory fundamentalne, ale naszym zdaniem nadal w parze PGN/PKN można liczyć na poprawę parytetu na korzyść gazowego koncernu. W przypadku PKN wskazujemy na ryzyko rozczarowania wynikami 2H w kontekście galopujących cen gazu i CO₂.
- Biorąc pod uwagę kursy akcji zmieniamy rekomendacje (nie zmieniając cen docelowych) dla następujących spółek: MOL (akumuluj z kupuj).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (akumuluj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)

Energetyka

- Ceny energii w Europie biją kolejne rekordy, a sytuacja ma już znamiona paniki z notowaniami na rynku sportowym przekraczającymi w niektórych krajach 200 EUR/MWh. Niemiecki benchmark 1Y FWD jest kwotowany powyżej 100 EUR/MWh, a głównymi motorami wzrostu są ceny gazu i węgla. Po chwilowym „odpoczynku” nowe szczyty wyznaczają też notowania uprawnień do emisji. W tym otoczeniu aktualizujemy w górę naszą ścieżkę cenową dla energii na najbliższe 3 lata średnio o +18%. Nasze założenia plasują się 10% poniżej aktualnej rynkowej krzywej terminowej, gdyż zakładamy nieco niższe ceny gazu. W tym otoczeniu najbardziej korzystają oczywiście czysti i zintegrowani pionowo producenci i w tej grupie naszym top pickiem pozostaje CEZ. Zwracamy uwagę, że obecnie w perspektywie 2-3 lat wytwórcy mogą hedgować ceny na poziomie ~80 EUR/MWh, podczas gdy w tym roku średnia zrealizowana cena to 47-50 EUR/MWh.
- W Polsce ceny 1Y FWD przenoszą głównie koszty CO₂, ale w ostatnich tygodniach benchmark rósł już nieco szybciej niż uprawnienia, co wynika albo z oczekiwań na podwyżki cen węgla z krajowych kopalni albo utrzymania obecnej sytuacji w merit order (brak importu, brak bloku w Jaworznie, niska wietrzność). Pozwoliło to na częściową odbudowę modelowej marży na jednostkach węglowych (nowych oraz tych na węglu brunatnym) w stosunku do tegorocznych minimów. Aplikacja obecnych poziomów cenowych do naszych założeń nadal implikuje jednak obniżenie modelowych CDS-ów na najbliższe 3 lata (dla w. brunatnego to średnio -21%). Nowa rzeczywistość poprawia sytuację tylko w przypadku nowych wysoko sprawnych bloków węglowych, pod warunkiem utrzymania cen węgla

na poziomie z tego roku (takie zapewnienia składał ostatnio Zarząd PGE). Oczywiście wyższa cena energii napędzana przez CO2 to zdecydowanie dobra informacja dla źródeł odnawialnych, które częściowo korzystają jeszcze na kontynuacji trendu wzrostowego na zielonych certyfikatach (obecnie już >230 PLN/MWh).

- Przypominamy o ryzyku dla segmentu obrotu związanego z presją na marże na klientach końcowych w 2022 roku. Średni koszt pozyskania energii do portfela wzrasta r/r o ponad 100 PLN/MWh, co nie będzie proste do przeniesienia 1:1 na klienta. Przykładowo jeśli URE przeniesie tylko połowę tej inflacji w taryfie (oznaczałoby to podwyżki rachunku o ponad 10%) to ubytek marży dla 4 największych dostawców w 2022 roku rzędu 1,5 mld PLN.
- W temacie transformacji sektora nie pojawiły się żadne nowe informacje i widać już, że rynek czeka na konkrety i kursy przestały reagować entuzjastycznie na powtarzanie tych samych deklaracji. W najbliższych miesiącach ważny będzie rozwój toczących się rozmów z KE ws. notyfikacji pomocy dla górnictwa (obecne wypowiedzi ministra Artura Sobonia raczej nie wskazują na szybką finalizację tego procesu).
- Rekomendacje dla polskich państwowych spółek energetycznych pozostają zawieszone, ale aktualizujemy prognozy wyników (EBITDA 2021-23 podnosimy średnio o 9% uwzględniając lepsze od oczekiwań wyniki bieżącego roku w wytwarzaniu i dystrybucji oraz wzrost wolumenów wytwarzania w kolejnych latach). W przypadku Polenergii wyższe założenia cenowe na kolejne lata pozwalają na podniesienie wyceny i powrót do pozytywnej rekomendacji (mimo uwzględnienia rozwodnienia z emisji akcji). CEZ również jest beneficjentem obecnych trendów-aktualizujemy prognozy w górę i utrzymujemy pozytywne nastawienie.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Polenergia (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- T-Mobile poinformował o zakończeniu projektu wyłączenia sieci 3G w paśmie 2100 MHz. Obecnie w sieci działa jeszcze kilkadziesiąt takich stacji, które T-Mobile zostawił z uwagi na szczególne potrzeby w wybranych lokalizacjach. Zwolnione częstotliwości będą wykorzystywane przez 4G/5G. Technologia 3G działa jeszcze w sieci T-Mobile na zasięgowym paśmie 900 MHz. Jej wyłączenie planowane jest (obecnie) na 2023 r.
- Wezwanie na akcje ogłosił cyfrowy Polsat wraz z głównym akcjonariuszem. W oświadczeniu Zygmunt Solorz napisał, że Cyfrowy Polsat zamierza rozszerzyć zakres działalności, a wezwanie ma być szansą do wyjścia z akcjonariatu dla inwestorów mniejszościowych, którzy nie chcą podejmować ryzyka związanego z nowymi planami grupy. Szczegółów dot. tychże planów nie ujawniono.
- Sentyment do telekomunikacji pobudzają niedawne transakcje infrastrukturalne. OPL utworzyło 50/50% joint venture z APG. Z kolei CPS zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN. Dodatkowo obie spółki raportują dobre KPIs, zwłaszcza w zakresie cen.
- Polsat Media, biuro reklamy grupy Cyfrowy Polsat, wprowadziło nową walutę rozliczania kampanii. Do tej pory były to dane Nielsen o widowni w domu. Teraz dołożono dane Gemiusa o oglądalności telewizji poza domem: np. w barach (ang. out of home viewing, OOH viewing). Powinno to skutkować dość wysokim wzrostem reklamy TV w 2021 roku, która była mocno osłabiona w zeszłym roku. Istotnie, dynamika wzrostu rynku reklamowego w Polsce w 2021 roku szacowana jest na 8,5%, co ma pozwolić na odrobienie strat spowodowanych pandemią (wg agencji mediowej Zenith). Agencja spodziewa się, że reklama TV

wzroście w 2021 roku o 6,8% R/R. Jednak to Internet będzie najszybciej rozwijającym się medium (prognoza wzrostu +12% R/R). Wzrosty w stosunku do wydatków roku 2020 odnotowuje również radio (+5,7%), a także outdoor (+6,5%).

- Rozwój wariantu Delta COVID-19 budzi ryzyko dla reklamy stacjonarnej i kin. W takich warunkach akcje WPL są naszym zdaniem lepszym wyborem niż walory AGO.
- **Kluczowe rekomendacje:** Wirtualna Polska (kupuj), Sygnity (kupuj)

Gaming

- W wrześniu segment gamingu ponownie był pod wpływem przede wszystkim informacji z rynku chińskiego odnośnie zwiększanych obostrzeń dla młodocianych graczy. Oczywiście zgodnie z oczekiwaniami, ponad 200 spółek zobowiązało się do przestrzegania chińskiego prawa i wprowadzania kolejnych elementów weryfikacji wieku graczy oraz ograniczeń zarówno dla samych gier, jak i dla czasu spędzanego przez osoby małoletnie. Pod koniec września Activision Blizzard poinformowało o podpisaniu ugody dla pozwu dotyczącego dyskryminacji pracowników, co zostało pozytywnie odebrane przez inwestorów. Oczekujemy, że w październiku dla gamingu nadal kluczowe będą wszelkie doniesienia z Chin, jednakże naszym zdaniem ich wpływ na notowania będzie już niewielki – spółki bardzo szybko informują o dostosowywaniu się uściślanego prawa (chińskie ograniczenia są tak naprawdę uszczegółowieniem już wcześniej obowiązujących przepisów), a z drugiej strony informują o niewielkim wpływie zmian na finanse. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że powoli zbliżamy się do najlepszego okresu sprzedażowego oraz premierowego (listopad-grudzień), co powinno pozytywnie przekładać się na sentyment.
- **Kluczowe rekomendacje:** CD Projekt (kupuj), Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- Rosnące ceny surowców (gaz, energia elektryczna i CO2) chłodzą perspektywy spółek przemysłowych na 2022 rok. Widmo podwyżek stóp procentowych w Polsce może przekładać się na umocnienie waluty i pogorszenie warunków dla eksporterów.
- Rosnące hurtowe ceny energii sprawiają, że naszym zdaniem cena energii w taryfie B w 2022 roku wzrośnie o 26% r/r 553 PLN/mwh. Wyższe koszty uderzają w Stalprodukt (~100 mln PLN dodatkowych kosztów na 2022 rok przy EBITDA'21 >500 mln PLN), PKP Cargo (~100 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 >700 mln PLN), Grupa Kęty (+18 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 ~800 mln PLN), Forte (~10 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 >240 mln PLN), Mangata (+6 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 ~100 mln PLN), Alumetal (+5 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 >180 mln PLN). Na wyższych cenach energii skorzysta Cognor, gdyż Spółka zabezpieczyła ceny energii na lata 2022 -2023 poniżej 250 PLN/mwh – obecnie przewaga konkurencyjna.
- Dobre wyniki przedsiębiorstw i inflacja cen w 2021 roku naszym zdaniem przełoży się na presję po stronie wynagrodzeń w 2022 roku. Naszym zdaniem możliwe są nawet 5-10% r/r podwyżki płac w sektorze przedsiębiorstw. Wyższe koszty, to wyzwanie dla PKP Cargo (~120 mln PLN dodatkowych kosztów w 2022 roku przy EBITDA'21 >700 mln PLN), Stalprodukt (~34 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 >500 mln PLN), Grupa Kęty (+37 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 ~800 mln PLN), Amica (+26 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 ~200 mln PLN), Forte (+19 mln PLN w 2022 roku przy EBITDA'21 >240 mln PLN).

- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do: Cognor (rekordowe spready na produkcji pręta żebrowanego; oczekiwane rekordowe wyniki w 2021 roku, dobre perspektywy na dywidendę w 2022 roku. – [patrz nasza rekomendacja](#)), Famur (wysokie ceny węgla pozwolą na dobudowanie zamówień na nowy sprzęt, oczekujemy dynamicznej poprawy wyników w 2022 i 2023 roku), Forte (wyraźne wzrosty cen płyty drewnopochodnej oraz wysokie wskaźniki IFO w branży meblarskiej w Niemczech, dalszy wzrost wyników w 2022 roku), Mo-Bruk (wzrost wyników w 2H'21, dobre fundamenty dalszego wzrostu wyników finansowych), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 2020/21 i 2021/22, ogłoszony skup akcji własnych).
- W niniejszej publikacji obniżamy nasze prognozy i cenę docelową dla Stalprodukt z uwagi na presję kosztów surowców w 2022 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Amica (niedoważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Kernel (kupuj), PKP Cargo (sprzedaj)

E-commerce

- GUS opublikował dane o polskim handlu za sierpień'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o 43% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 7,9% (+1,7 p.p. r/r). Choć, do danych GUS podchodzimy z pewną rezerwą, mogą one optymistycznie nastawiać polskich inwestorów e-commerce. Najlepiej spośród kategorii GUS wypadła „tekstylna, odzież, obuwie”.
- Z drugiej strony zwracamy uwagę na chłodzący oczekiwania inwestorów guidance technologicznych spółek amerykańskich na wzrost e-commerce do końca 2021. Kluczowym wydarzeniem były wyniki Amazon za 2Q'21. Firma zaraportowała sprzedaż na wysokości 113,1 mld USD co oznacza wzrost o 27% r/r. Jednak wartość ta była poniżej konsensusu Wall Street, który liczył na 115,4 mld USD. CFO spółki wskazał na szerszą dostępność szczepionek i większą liczbę wyjść z domu jako czynniki spowolnienia, a także na trudne porównania z sytuacją sprzed roku.
- Amazon wprowadził kilka tygodni temu zmiany w warunkach darmowej dostawy produktów. Minimalna kwota zamówienia wynosi teraz 40 PLN (wcześniej 100 PLN). Na ten ruch odpowiedziało Allegro, w którym w ramach programu SMART! zamówienie kuriera jest bezpłatne przy zakupach > 40 PLN od jednego sprzedawcy. Powinno osłabić to rentowność EBITDA spółki. W tym kontekście podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne nastawienie do Allegro.
- **Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj), Answear (kupuj)

Handel

- We wrześniu 2021 r. szacowane przychody ze sprzedaży TIM (jednostka) wyniosły 122,3 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 45%. W rozbiciu segmentowym sprzedaż online wzrosła r/r o 41% (do 83,8 mln PLN), a offline o 57% (do 38,5 mln PLN). W wrześniu 2020 r. spółka zaraportowała 16% wzrost r/r (skorygowany o dni robocze +11%), więc zeszłoroczna baza ponownie wcale nie była zaniżona. Wskaźniki średniej dziennej sprzedaży we wrześniu 2021 r. wyniosły 3,81 mln PLN dla online i 1,75 mln PLN dla offline. Wrzesień w tym roku miał taką samą liczbę dni roboczych co w zeszłym roku. Wynik września jest znacząco powyżej naszych założeń i wskazuje na kontynuację bardzo dobrych trendów sprzedażowych. Sumarycznie przychody w 3Q'21 wyniosły 337 mln PLN i wzrosły r/r o prawie 40% (+9% vs. nasze oczekiwania). Tak dobra sprzedaż implikuje bardzo dobre wyniki Grupy w 3Q'21 (ponad 350 mln PLN sprzedaży, ok. 30 mln PLN zysku operacyjnego). Warto zauważyć, że tylko po pierwszym półroczu Grupa osiągnęła już 83% zeszłorocznego wyniku EBITDA, a wstępne nasze szacunki pokazują że całoroczny wynik może być o ponad połowę większy niż w 2020 r. TIM od dłuższego czasu pozostaje jednym z naszych top picków. Wysokie dynamiki sprzedażowe potwierdzają pozytywne otoczenie dla spółki i sprawiają, że nasze całoroczne prognozy dla TIM oraz konsensus wymagają zdecydowanej aktualizacji.
- Podtrzymujemy neutralne podejście do walorów Dino i Jeronimo Martins. Pozytywnymi katalizatorami wzrostu spółek pozostają rosnąca inflacja żywności i napojów bezalkoholowych, która we wrześniu osiągnęła poziom 4,4% r/r, a w sierpniu 3,9% oraz przede wszystkim silny popyt konsumencki, który utrzymuje się dzięki wzrostowi płac (wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu o 9,5% r/r). W przyszłym roku pozytywnie na konsumpcję wpłyną Nowy Ład, wzrost płacy minimalnej oraz wysoka waloryzacja emerytur (w projekcie budżetu założono 4,89%). Na wyniki spółek pozytywnie oddziaływać powinny również dodatkowe dni handlu wynikające z nieefektywności zakazu handlu w niedzielę (już prawie wszystkie największe sieci handlowe otworzyły lub zapowiedziały otwarcie przynajmniej części swoich sklepów przy czym np. w Dino otwartych jest już ok. 20% sklepów). W ciągu ostatniego miesiąca wyceny spółek nie zmieniły się istotnie i pozostają wymagające z JMT notowanym na EV/EBITDA NTM na swojej 3-letniej średniej, a DNP z ok. 21% premią.

- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważaj)

Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2018			2019				2020				2021		+/-
konsensus	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	11	14	22	11	14	16	20	22	9	7	13	9	11	179
brak zaskoczeń	17	22	20	27	26	25	14	12	14	23	20	11	22	253
in plus	29	22	18	23	22	23	30	30	41	36	30	41	26	371
suma	57	58	60	61	62	64	64	64	64	66	63	61	59	803
in minus (%)	19	24	37	18	23	25	31	34	14	11	21	15	19	22
in plus (%)	51	38	30	38	35	36	47	47	64	55	48	67	44	46

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	2018			2019				2020				2021		+/-
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	18	16	21	23	28	22	22	33	40	30	26	17	11	307
brak zaskoczeń	11	10	6	9	10	6	9	7	4	8	3	5	3	91
in plus	39	42	41	36	30	40	37	28	24	31	35	41	45	469
suma	68	68	68	68	68	68	68	68	68	69	64	63	59	867
in minus (%)	26	24	31	34	41	32	32	49	59	43	41	27	19	35
in plus (%)	57	62	60	53	44	59	54	41	35	45	55	65	76	54

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PKO, PEO	JPM US, BAC US, MS US, GS US
	Spółki na minus		C US, BK US, NTRS US
	Kluczowe katalizatory:	Ugody CHF, oczekiwania dotyczące stóp, prognozy 3Q	Oczekiwany wzrost prognoz EPS
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US, ALB US, PLL US, LTHM US, LIN US
	Spółki na minus	ATT	
	Kluczowe katalizatory:	Wzrosty cen surowców i certyfikatów CO2	
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW	PLUG US, FCX US, A US, OQ11 UK, AA US, ANTO US, MT US
	Spółki na minus	KGH	
	Kluczowe katalizatory:	Tapering, słabsze momentum w Chinach	
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	DVN US, FANG US, EOG US, EQT US, OXY US, CVX US, SWN US, XOM US
	Spółki na minus	PKN	
	Kluczowe katalizatory:	Kontynuacja odbicia w rafinerii i szalejące ceny gazu vs słabość w petrochemii	Sektor nie dotknięty problemami w łańcuchach dostaw, co wyróżnia go na plus wśród spółek cyklicznych
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US, RUN US
	Spółki na minus	TPE	HE US, ED US,
	Kluczowe katalizatory:	Rekordowe ceny energii i wzrost marż zintegrowanych wytwórców	Plan infrastrukturalny i dalsza transformacja energetyczna
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG, wezwanie na CPS	
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	WPL	FB US, NFLX US, GOOGL US
	Spółki na minus		DIS US
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki za 2Q'21 w WPL dzięki mocnej reklamie i poprawie w turystyce	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACP, CMR	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US, CRM US, AAPL US, LPSN US, AVLR US, APH US
	Spółki na minus	ALE	
	Kluczowe katalizatory:	Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe	Oczekiwane dobre wyniki, segment pod presją obaw o szybsze podwyżki stóp procentowych
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CDR, TEN	ATVI US, TTWO US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Dobre dane sprzedażowe, start kampanii marketingowych	Poprawa sentymentu po obawach o regulacje w Chinach
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	COG, FMF, FTE, KER	CAT US, CSX US, CMI US, LUV US, URI US, VNT US, CNHI US
	Spółki na minus	AMC, PKP	
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty na 2022 rok, spadające PMI	Rosnące koszty
Automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AML, MGT	TSLA US, MGA US, APTV US, GM US, F US
	Spółki na minus	BRS, SNK	
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty	Oczekiwany odwrót SAAR w USA
Konsument cykliczny	SENTYMENT		NEUTRALNY
	Spółki na plus		CPRI US, TSCO US, GOOS US, NKE US, HD US, BBY US, CMG US, MCD US, AMZN US, AAP US, WOOF US, FND US, BBWI US, AZO US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:		Mocny konsument, ale problemy z łańcuchem dostaw
Konsument defensywny	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		COTY US, PEP US, HAIN US
	Spółki na minus		KDP US
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost dochodów, sprzyjająca inflacja żywności	Wzrost kosztów

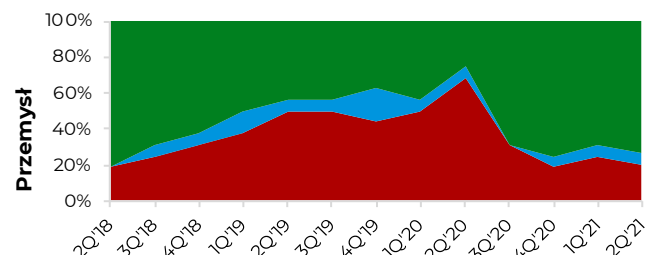
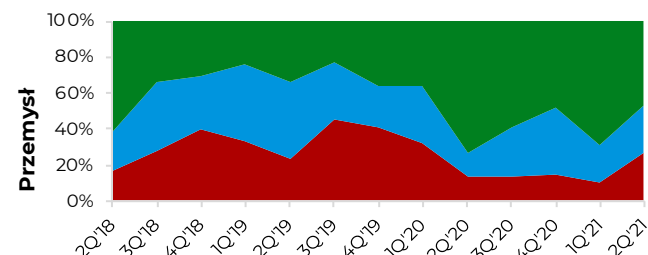
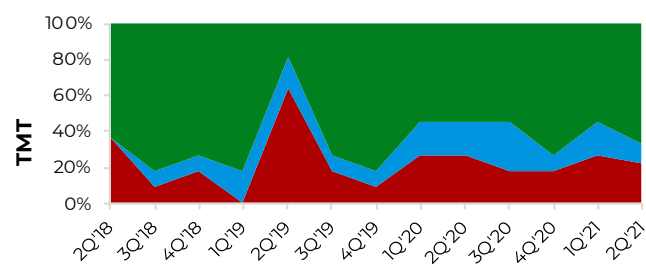
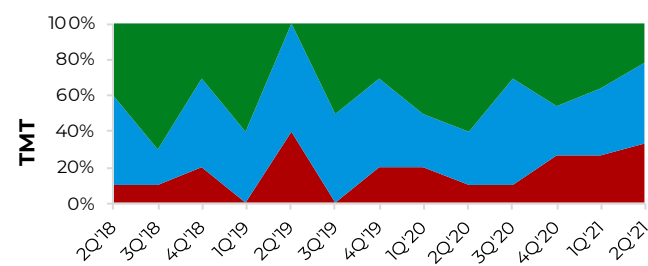
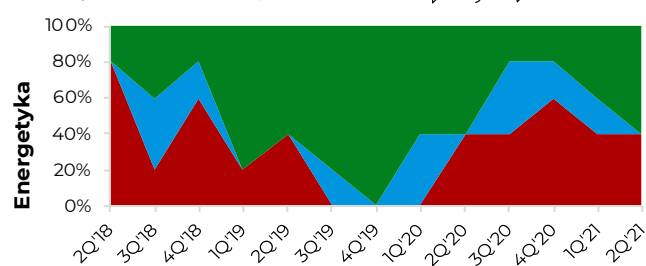
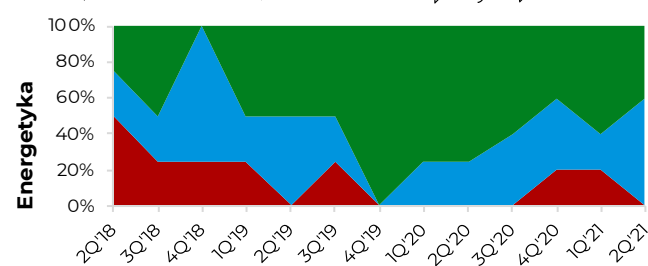
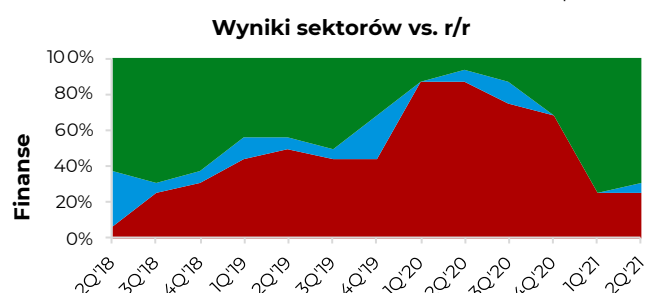
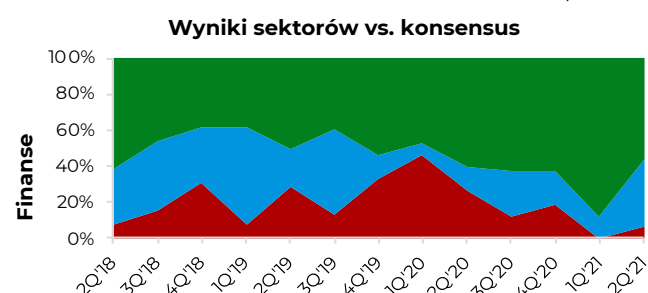
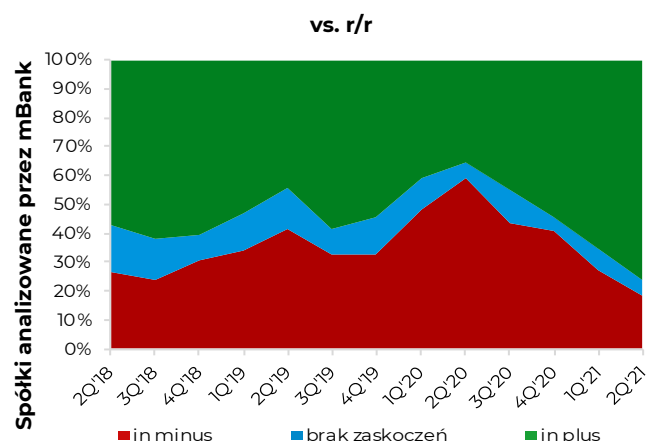
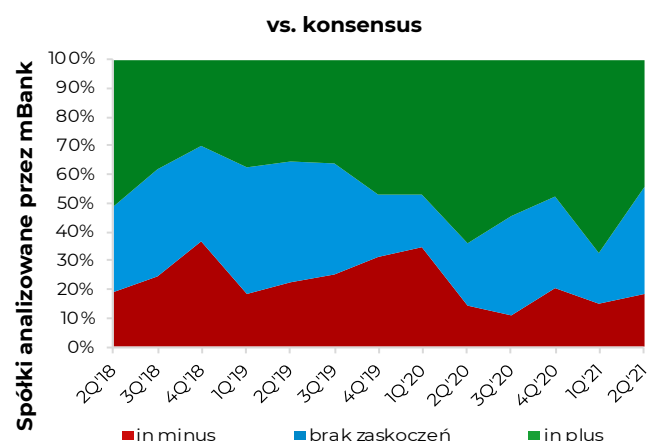
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs. konsensus	2018 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q 3Q 4Q	2021 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ = =	= - + -	+ - + +	+ +	77%
BNP Paribas	+ + -	+ + - +	+ +	+ =	100%
Handlowy	+ - -	- - - +	- + + -	+ -	38%
ING BSK	- = +	+ + - -	+ + + +	+ +	77%
Millennium	+ = +	+ + + -	- + - -	= =	77%
Pekao	= + +	= + + +	+ + + +	+ +	100%
PKO BP	= = =	= + = +	+ + = +	+ +	100%
Santander BP	+ = -	= - = +	- = + -	+ +	69%
Komerchi	+ + +	= + = +	+ - - +	+ +	85%
Moneta		+ =	+ - + +	= =	88%
Erste Group	+ + +	+ + + +	- - + +	+ +	85%
RBI		+ = +	+ + + +	+ +	100%
OTP Bank	+ + =	= + + +	- + + +	+ +	92%
PZU	= + =	= + = +	- + + +	+ =	92%
Kruk	+ + -	+ - + -	- + + +	+ +	69%
GPW	= - -	= = + -	= + = -	+ +	69%
Chemia					
Ciech	+ = -	= = = +	- + + -	+ +	77%
Grupa Azoty	- - -	+ + = +	= + = +	+ +	77%
Surowce					
JSW	+ = -	+ + + +	- = = +	- =	77%
KGHM	+ - -	+ = + -	- + = +	+ =	69%
Paliwa					
Lotos	+ = -	= = - -	- + + -	+ +	62%
MOL	= + +	= + = +	+ + + +	+ +	100%
PGNiG	+ - -	= + - -	+ + = +	+ +	69%
PKN Orlen	- = +	= + = -	+ = + =	+ =	85%
Energetyka					
CEZ	- + =	= + - +	+ + = =	- =	77%
Enea	- = -	+ + + +	+ + + +	= =	92%
PGE	= - -	= - = +	= + = +	+ +	77%
Polenergia			= - -	+ +	75%
Tauron	+ + =	+ = + +	+ + + +	+ +	100%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	= = =	= = = =	= = = =	= =	100%
Orange PL	+ + +	= = = +	= + = +	+ =	100%
Media					
Agora	+ + =	+ - + =	+ = + -	- -	69%
Wirtualna	= = =	= = = =	= = + +	+ +	92%
IT					
Aiileron	= - -	+ - = -	- + - -	=	42%
Asseco BS	= + +	= + = +	= + = =	= =	100%
Asseco PL	+ + +	+ = + +	+ + + +	+ +	100%
Asseco SEE	= + =	+ = + +	+ + = +	+ =	100%
Atende	- + -	+ - = -	= + = -	- =	67%
Comarch	+ + +	+ + - -	+ - = +	= -	69%
Sygnity			- - -	-	0%
Gaming					
CD Projekt	= - -	+ + + +	+ - + -	- +	62%
Ten Square G	- - -	= = = +	= = = +	+ -	58%
Przemysł					
AC		= - - +	= = = =	= =	91%
Alumetal	+ + =	= = = +	+ + = +	+ =	85%
Amica	+ + +	= = = =	+ = + -	+ -	85%
Apator	+ + =	= = + -	+ + = +	= +	92%
Astarta		- + +	+ - + +	- +	63%
Boryszew	= - -	= - - -	= - - -	- -	31%
Cognor	+ + =	+ + - -	+ + + +	+ +	69%
Famur	+ + +	+ + - -	= + + +	= -	77%
Forte	+ - -	+ - + +	+ + + +	+ +	77%
Grupa Kęty	+ + =	= = = +	+ + = +	+ +	100%
Kernel	- + +	= + + +	+ + + +	+ +	83%
Mangata	+ + +	+ = + +	+ - + +	+ +	77%
Mo-BRUK			= + =	+ +	100%
PKP Cargo	+ + -	= - - -	- + =	= +	62%
Pozbud	+ - =	+ - - +	= + +	-	50%
Stalprodukt		- - - -	= + + +	+ +	60%
E-commerce					
Allegro			= + + =	=	100%
Vercom			-	-	0%
Handel					
Dino	= = =	= + = =	+ + + =	= =	100%
Jeronimo	= = =	= = = =	- - + =	+ +	85%

vs. r/r	2018 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q 3Q 4Q	2021 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ - +	- - - -	- - - +	+ +	38%
BNP Paribas	+ + -	+ + - +	- = + +	+ -	69%
Handlowy	+ - -	- - - -	- - = -	+ -	31%
ING BSK	= = +	= + + =	- - + -	+ +	77%
Millennium	+ + +	= - = -	- - - -	- -	38%
Pekao	= + -	+ + + =	- - - -	+ +	54%
PKO BP	+ + +	+ + + +	- - - -	+ +	62%
Santander BP	= - +	+ + + -	- - - -	- -	23%
Komerchi	+ + +	+ + + +	- - - -	- +	46%
Moneta	- + +	- + + =	+ - - -	- +	54%
Erste Group	+ + +	+ + + +	- - - -	+ +	62%
RBI	= + +	= = + +	- - - -	+ +	54%
OTP Bank	+ + +	+ + + +	- - - -	+ +	69%
PZU	+ + =	+ - - +	- - = -	+ +	62%
Kruk	= + +	+ + + +	- - - -	+ +	54%
GPW	+ - -	- - - +	+ + - +	+ =	54%
Chemia					
Ciech	= - -	= = + +	- + + -	+ +	62%
Grupa Azoty	- - -	+ + + +	= + = -	+ +	54%
Surowce					
JSW	= = -	= = = =	- - - -	+ +	38%
KGHM	+ - =	+ - + -	- + + +	+ +	69%
Paliwa					
Lotos	+ = +	+ = = -	+ - - -	- +	62%
MOL	- + +	= = = -	+ - - -	= +	54%
PGNiG	+ + -	- - - -	+ + + +	+ +	69%
PKN Orlen	- - +	= + + -	+ - - +	- +	54%
Energetyka					
CEZ	- + =	+ + = +	+ - = -	- -	62%
Enea	- = -	+ + + +	+ + = -	= -	69%
PGE	= - -	+ + + +	= - = -	+ +	62%
Polenergia	- + +	+ + + +	+ + - -	- +	69%
Tauron	- - -	+ - - -	= + + +	+ +	69%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	- = =	= = = =	= - + +	+ +	85%
Orange PL	- + +	= = + +	= = = +	+ +	92%
Media					
Agora	- + +	+ - + +	+ - - -	- +	54%
Wirtualna	+ + +	+ + + +	- - - -	+ +	77%
IT					
Aiileron	+ - -	+ - - +	- + + +	+ +	58%
Asseco BS	+ + +	+ - + +	= = = +	= =	92%
Asseco PL	+ + +	+ - - +	+ + + +	+ +	85%
Asseco SEE	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Atende	- + -	+ - - +	+ + + +	-	50%
Comarch	+ + +	+ - - -	+ + = +	= -	85%
Sygnity	+ + +	+ - - +	+ + + +	- -	69%
Gaming					
CD Projekt	- - -	- + - +	+ + + +	- +	54%
Ten Square G	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Przemysł					
AC	+ + +	+ - + -	- - - -	- +	46%
Alumetal	+ + -	- - - =	+ - - +	+ +	62%
Amica	+ + +	= + + +	- - + +	+ =	92%
Apator	+ = +	+ - - -	= + + +	= -	69%
Astarta	- - -	+ - + +	+ - + +	- +	46%
Boryszew	- - -	- - - +	- - - -	+ +	23%
Cognor	+ + -	- - - -	+ - + +	+ +	54%
Famur	+ + +	+ + + -	- - - -	- -	38%
Forte	+ - -	+ - + +	+ - + +	+ +	77%
Grupa Kęty	+ + +	= + + +	+ + + +	+ +	100%
Kernel	+ + +	= + = -	+ + + +	+ +	83%
Mangata	+ + =	+ = = -	- - - +	+ +	69%
Mo-BRUK	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
PKP Cargo	+ + +	+ - - -	= + + +	= +	54%
Pozbud	+ + +	+ + + +	- - - -	- -	69%
Stalprodukt	- - -	- - - -	= + + +	+ +	38%
E-commerce					
Allegro			+ + + +	+ +	100%
Vercom			+ + + +	+ +	100%
Handel					
Dino	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Jeronimo	= = =	= + + +	= - + -	+ +	85%

* [+/-] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



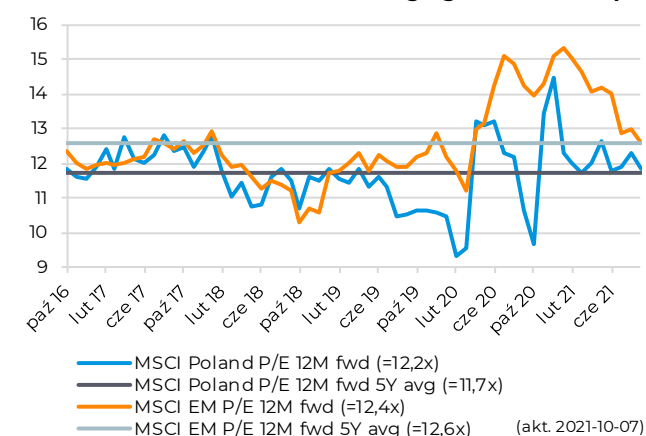
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2021 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

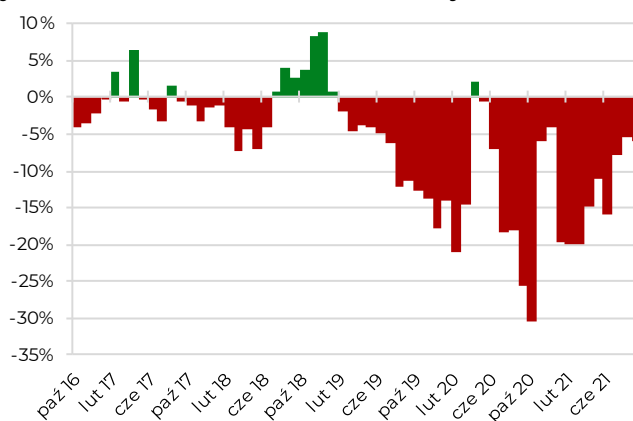
wrz 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
paź 20	-3%	+1%	-8%	+0%	-8%	+0%	+8%	+0%	-6%	+1%	-0%	+11%	+82%	+0%	+6%	-7%
lis 20	-1%	+12%	-6%	+9%	-10%	+10%	-22%	-27%	+2%	+22%	+32%	+31%	+82%	+122%	+17%	+85%
gru 20	+3%	+9%	+3%	+9%	-14%	+10%	-17%	-27%	+12%	+22%	+24%	+14%	+5%	+122%	+37%	+85%
sty 21	+5%	+10%	+4%	+9%	-15%	+10%	-22%	-27%	+15%	+22%	+22%	+14%	-6%	+99%	+51%	+85%
lut 21	+5%	+11%	+7%	+9%	-16%	+10%	-19%	-27%	-2%	+22%	+19%	+14%	-6%	+99%	+52%	+106%
mar 21	+6%	+21%	+9%	+12%	-12%	+4%	-21%	-33%	-15%	+92%	+9%	-2%	-6%	+394%	+71%	+230%
kwi 21	+9%	-2%	+5%	-22%	+4%	+4%	-16%	-33%	-6%	-	+7%	-20%	+111%	+459%	+50%	+230%
maj 21	+19%	+2%	+26%	-22%	+6%	+4%	-10%	-21%	-6%	-	+8%	-20%	+219%	+459%	+69%	+258%
cze 21	+30%	+16%	+34%	-20%	+7%	+73%	-4%	-21%	-13%	-	+52%	-20%	+174%	+459%	+83%	+258%
lip 21	+26%	+19%	+1%	-20%	+12%	+89%	+3%	-21%	-17%	-	+107%	-20%	+125%	+179%	+78%	+258%
sie 21	+34%	+26%	+17%	-9%	+19%	+89%	+3%	-21%	-11%	-30%	+98%	-10%	+94%	+179%	+93%	+247%
wrz 21	+36%	+42%	+16%	-9%	+28%	+89%	-1%	+2%	-5%	-	+84%	+58%	+94%	+179%	+112%	+275%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku mBanku; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM

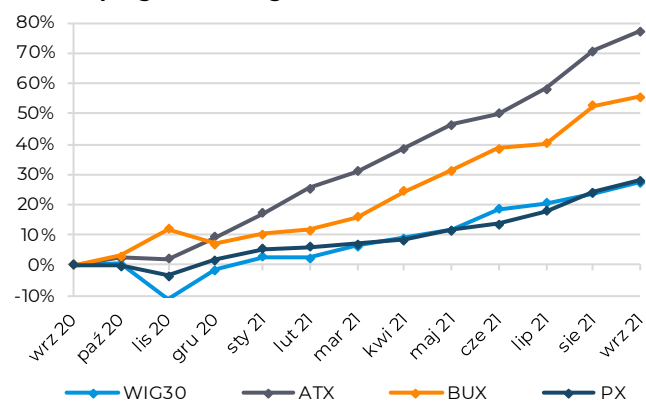


Źródło: Bloomberg, mBank



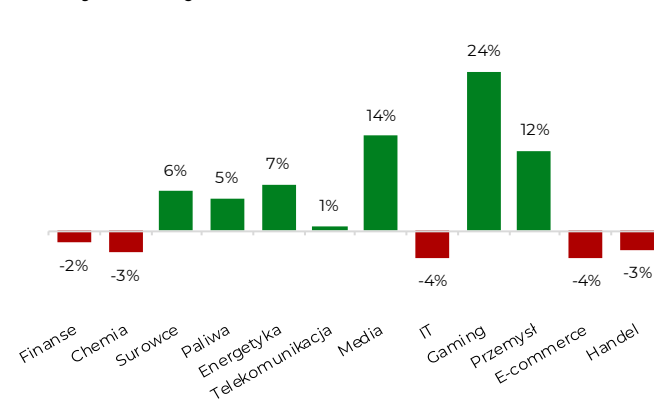
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



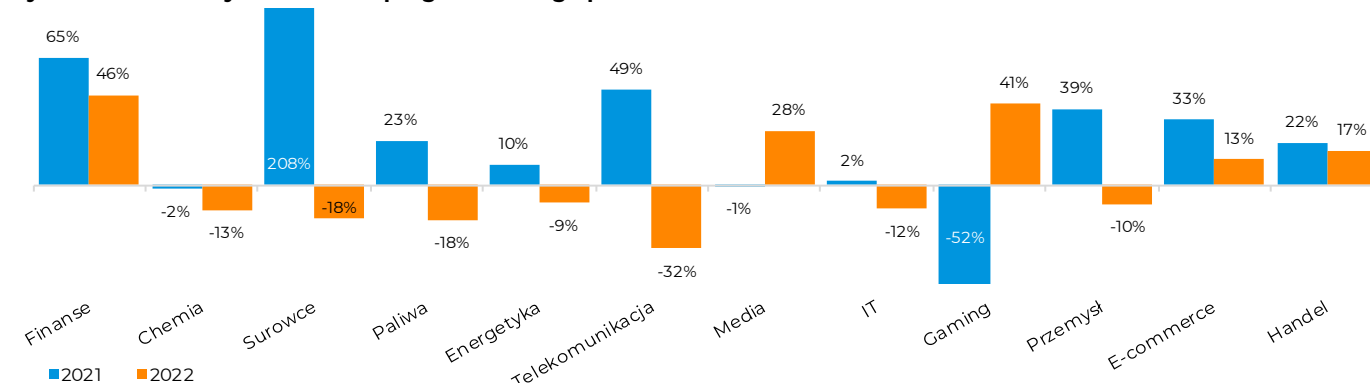
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez mBank w latach 2021-22



Źródło: mBank; dla sektora „finanse” dynamika zmian prognozowanego zysku netto, dla pozostałych sektorów – wyniku EBITDA

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/ kons. TP	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	55,00	6	5	3	47,23	+16,5%	-18%	-2%	+15%				6
BNP Paribas Polska	kupuj	102,48	8	1	0	92,15	+11,2%	-2%	+12%	-0%				2
Handlowy	kupuj	55,00	2	6	3	49,19	+11,8%	-4%	+20%	+6%				4
ING BSK	akumuluj	250,00	9	2	1	248,26	+0,7%	+5%	+8%	-3%				6
Millennium	trzymaj	7,30	7	3	3	6,42	+13,7%	-	+90%	+13%				6
Pekao	kupuj	130,00	12	4	2	116,74	+11,4%	-16%	+8%	+5%				8
PKO BP	kupuj	50,65	12	5	1	45,80	+10,6%	-0%	+5%	+12%				10
Santander Bank Polska	akumuluj	345,80	8	5	1	296,38	+16,7%	-	+23%	+16%				4
Komercni Banka	akumuluj	804,77	13	6	0	876,00	-8,1%	-15%	+4%	+8%				9
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	9	3	0	98,18	-2,7%	-2%	-0%	+6%				8
Erste Group	akumuluj	34,06	20	2	1	38,80	-12,2%	-7%	+4%	+4%				16
RBI	akumuluj	21,00	14	4	3	24,21	-13,3%	-29%	-26%	-27%				12
OTP Bank	trzymaj	15 143	15	2	0	19 773	-23,4%	-16%	-14%	-				10
PZU	akumuluj	40,63	8	5	0	40,90	-0,7%	+8%	+2%	+16%				5
Kruk	trzymaj	288,46	2	3	2	323,00	-10,7%	-14%	+0%	-8%				3
GPW	trzymaj	44,48	1	5	0	51,16	-13,1%	+13%	+9%	+6%	+8%	+7%	+7%	4/3
Chemia														
Ciech	trzymaj	47,47	4	3	1	41,28	+15,0%	-6%	+7%	+1%	-1%	+2%	+1%	5/4
Grupa Azoty	sprzedaj	20,97	2	1	4	29,17	-28,1%	-32%	-	-	-9%	-19%	-8%	3/3
Surowce														
JSW	kupuj	62,42	4	2	3	50,82	+22,8%	-63%	-22%	-16%	-33%	-8%	-3%	6/6
KGHM	trzymaj	158,27	5	5	4	185,78	-14,8%	+23%	-41%	-19%	+1%	-28%	-11%	10/7
Paliwa														
Lotos	kupuj	67,20	8	3	1	61,45	+9,4%	+33%	-26%	+1%	+39%	-14%	-7%	3/4
MOL	akumuluj	2 816,0	7	7	0	2 709,0	+3,9%	-18%	-58%	-35%	-10%	-22%	-12%	9/6
PGNiG	akumuluj	7,45	6	3	0	7,31	+2,0%	+8%	-29%	-24%	+13%	-18%	-13%	3/3
PKN Orlen	redukuj	70,59	5	8	4	76,82	-8,1%	-8%	-66%	-46%	+5%	-26%	-18%	9/9
Energetyka														
CEZ	akumuluj	825,37	8	6	1	715,36	+15,4%	-45%	+5%	+31%	+0%	+1%	+9%	5/5
Enea	zawieszona	-	6	2	0	11,95	-	+9%	+39%	+35%	+3%	+14%	+23%	5/6
PGE	zawieszona	-	6	4	0	11,05	-	+110%	-30%	-4%	+22%	-6%	+3%	7/6
Polenergia	kupuj	85,94	1	3	0	82,73	+3,9%	-15%	-5%	+58%	-12%	-15%	+6%	2/2
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	4,88	-	-45%	-8%	+3%	+4%	-0%	+3%	6/6
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	36,20	8	5	1	34,72	+4,3%	+11%	-6%	-1%	+3%	-3%	-1%	4/6
Orange Polska	kupuj	8,20	7	6	2	7,75	+5,8%	+45%	-6%	-5%	+13%	+14%	+12%	5/5
Media														
Wirtualna Polska	kupuj	150,00	5	3	0	138,88	+8,0%	+6%	+7%	+3%	+2%	+3%	+1%	4/3
IT														
Asseco Poland	trzymaj	80,70	4	4	0	90,93	-11,3%	-12%	-10%	-11%	-7%	-9%	-10%	5/4
Comarch	kupuj	267,00	4	2	0	255,30	+4,6%	-24%	-3%	-15%	-6%	-1%	-10%	1/1
Gaming														
CD Projekt	kupuj	238,00	5	6	13	175,31	+35,8%	-11%	+15%	-3%	-25%	-5%	-9%	11/13
Ten Square Games	akumuluj	612,00	11	0	0	643,39	-4,9%	-12%	-3%	-13%	-5%	+2%	-5%	7/6
Przemysł														
Amica	niedoważaj	-	0	2	1	163,00	-	-8%	+7%	-	-14%	-7%	-	3/2
Astarta	równoważ	-	1	2	1	51,50	-	+35%	+35%	+36%	+14%	+4%	+4%	3/2
Famur	kupuj	4,01	4	1	0	2,99	+34,2%	-15%	+27%	+54%	-10%	+6%	+11%	4/3
Forte	przeważaj	-	3	1	0	59,15	-	+11%	+21%	-	+13%	+15%	-	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	599,16	3	6	0	709,35	-15,5%	-4%	-12%	-14%	-3%	-11%	-12%	4/4
Kernel	kupuj	75,85	5	0	0	76,19	-0,4%	+8%	-2%	-4%	-6%	-6%	-0%	4/3
E-commerce														
Allegro	sprzedaj	52,40	9	6	2	76,13	-31,2%	-8%	-11%	-12%	-3%	-8%	-11%	11/10
Answer	kupuj	51,20	2	0	0	50,60	+1,2%	-0%	-3%	-1%	+6%	+4%	+4%	3/3
Shoper	trzymaj	71,50	1	2	0	70,33	+1,7%	+8%	-8%	-5%	+1%	-6%	-4%	3/3
Handel														
Dino	trzymaj	322,70	5	9	2	328,91	-1,9%	+5%	+6%	+7%	+3%	+3%	+4%	11/11
Jeronimo Martins	trzymaj	18,10	14	12	1	17,32	+4,5%	+4%	+5%	+2%	+0%	+3%	+3%	18/16

Źródło: Bloomberg, mBank; ¹cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus w roku 2021 (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse										
Alior Bank	kupuj	2021-09-01	43,72	55,00	50,34	-1,9%	13,8	11,8	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-09-01	70,00	102,48	90,00	+13,9%	18,6	11,7	-	-
Handlowy	kupuj	2021-09-01	45,90	55,00	50,20	+9,6%	20,6	10,6	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-09-01	231,50	250,00	260,00	-3,8%	10,7	15,3	-	-
Millennium	trzymaj	2021-10-07	8,05	7,30	8,05	-9,3%	17,6	15,4	-	-
Pekao	kupuj	2021-09-01	107,20	130,00	114,40	+13,6%	-	10,6	-	-
PKO BP	kupuj	2021-09-01	42,05	50,65	46,00	+10,1%	19,5	11,9	-	-
Santander Bank Polska	akumuluj	2021-10-07	337,80	345,80	340,00	+1,7%	12,5	11,3	-	-
Komercni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	885,50	-9,1%	-	13,8	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	88,60	+7,8%	17,9	13,0	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	39,50	-13,8%	15,4	12,1	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	23,38	-10,2%	12,8	10,8	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	18 345	-17,5%	12,2	10,3	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	37,61	+8,0%	12,5	11,3	-	-
Kruk	trzymaj	2021-10-07	347,00	288,46	347,00	-16,9%	10,2	10,2	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	43,56	+2,1%	14,7	14,1	-	-
Chemia										
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	40,00	-3,4%	11,6	12,3	-	-
Grupa Azoty	sprzedaj	2021-08-04	29,64	20,97	29,90	+18,7%	9,0	9,5	5,2	5,0
Surowce										
JSW	kupuj	2021-09-07	48,87	62,42	57,68	-29,9%	10,0	7,7	3,6	3,3
KGHM	trzymaj	2021-10-01	157,65	158,27	150,15	+8,2%	15,7	4,4	4,1	1,9
Paliwa										
Lotos	kupuj	2021-08-04	52,52	67,20	59,50	+5,4%	4,4	10,9	3,0	4,6
MOL	akumuluj	2021-10-07	2 688	2 816 HUF	2 688	+4,9%	8,4	15,7	3,8	4,8
PGNiG	akumuluj	2021-07-06	6,58	7,45	6,45	+12,9%	6,4	13,1	3,7	4,7
PKN Orlen	redukuj	2021-07-06	77,80	70,59	81,56	+4,8%	8,3	18,4	3,9	5,0
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2021-10-07	780,00	825,37 CZK	780,00	+15,5%	8,5	26,3	5,0	7,3
Enea	zawieszona	2021-10-07	9,43	-	9,43	-13,5%	8,5	26,3	5,0	7,3
PGE	zawieszona	2021-10-07	9,34	-	9,34	+6,9%	7,7	17,5	4,3	4,5
Polenergia	kupuj	2021-10-07	70,60	85,94	70,60	+5,8%	44,3	17,5	9,2	8,5
Tauron	zawieszona	2021-10-07	3,41	-	3,41	-	3,6	3,2	3,4	2,5
Telekomunikacja										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2021-10-06	35,62	36,20	35,94	+0,7%	5,5	14,9	3,8	7,8
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	8,17	+0,4%	36,2	23,5	5,2	5,0
Media										
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	8,16	+14,2%	25,6	20,8	13,5	9,9
Wirtualna Polska	kupuj	2021-08-25	129,00	150,00	133,40	+29,9%	-	-	12,7	8,0
IT										
Aiellon	równoważ	2020-05-05	6,26	-	13,85	-4,1%	17,3	16,9	7,8	5,7
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	34,90	-	21,5	-	7,8	-
Asseco Poland	trzymaj	2021-09-07	85,65	80,70	90,25	-10,6%	18,9	17,8	5,5	5,2
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	41,70	-	16,5	-	8,4	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	5,16	-	17,5	-	8,3	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	236,00	+13,1%	17,3	16,9	6,8	6,5
Sygnity	kupuj	2021-09-03	9,78	11,70	10,00	+17,0%	5,3	9,0	4,8	5,7
Gaming										
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	401,00	+23,9%	34,4	23,1	24,8	17,2
CD Projekt	kupuj	2021-09-07	188,00	238,00	193,14	+23,2%	49,0	31,5	32,7	22,1
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	436,00	-	-	-	-	-
Ten Square Games	akumuluj	2021-09-07	545,00	612,00	480,00	+27,5%	19,8	14,6	17,0	12,3
Przemysł										
AC	przeważaj	2021-04-29	37,00	-	35,60	+12,0%	9,8	10,4	5,6	5,9
Alumetall	równoważ	2021-05-31	68,00	-	57,00	-	13,7	11,5	9,0	7,8
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	140,00	-	6,9	10,4	5,4	7,8
Apatort	równoważ	2021-04-29	23,90	-	21,90	-	10,3	10,1	5,8	5,8
Astarta	równoważ	2021-08-27	53,80	-	51,30	-	8,3	11,4	5,1	6,6
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,25	-	2,8	3,5	1,9	1,9
Cognor	kupuj	2021-10-07	3,93	5,05	3,93	-	19,9	13,4	6,9	6,0
Famur	kupuj	2021-10-07	3,03	4,01	3,03	+28,5%	2,8	6,0	2,2	3,6
Forte	przeważaj	2021-07-30	57,50	-	53,00	+32,3%	15,2	9,6	4,4	3,7
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	628,00	-	9,6	8,1	6,3	5,7
Kernel	kupuj	2021-07-06	54,10	75,85	61,90	-4,6%	11,8	13,7	8,4	9,4
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	76,00	+22,5%	3,7	4,3	3,3	3,7
Mo-BRUK	akumuluj	2021-09-07	355,00	397,63	353,00	-	9,8	10,5	6,5	6,7
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	18,58	+12,6%	12,7	12,1	9,2	8,5
Pozbud	trzymaj	2021-09-06	5,16	5,24	4,50	-12,8%	-	-	4,4	3,9
Stalprodukt	trzymaj	2021-10-07	293,00	299,44	293,00	+16,4%	10,0	8,6	6,8	6,5
E-commerce										
Allegro	sprzedaj	2021-09-20	64,25	52,40	55,50	-4,1%	41,2	33,4	25,2	20,9
Answear	kupuj	2021-08-04	33,40	51,20	35,50	-5,6%	50,8	42,3	28,6	25,0
Shoper	trzymaj	2021-08-24	74,98	71,50	66,80	+44,2%	28,1	23,0	14,9	12,8
Vercom	akumuluj	2021-07-09	54,20	59,30	53,10	+7,0%	62,6	55,7	58,6	39,6
Handel										
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	30,00	+11,7%	31,6	24,5	21,9	16,7
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	118,00	-2,9%	23,3	23,6	12,7	12,8
Dino	trzymaj	2021-09-07	339,00	322,70	347,90	-7,2%	38,5	29,6	25,4	19,5
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	11,45	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	trzymaj	2021-09-07	18,22	18,10 EUR	18,14	-0,2%	23,3	20,4	9,6	8,4
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	12 420,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	41,15	-	23,0	23,6	12,7	12,8
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,75	-	-	-	-	-

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
CEZ	akumuluj	kupuj	825,37	CZK	2021-10-07
Cognor	kupuj	akumuluj	5,05	PLN	2021-10-07
Enea	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07
Famur	kupuj	kupuj	4,01	PLN	2021-10-07
Kruk	trzymaj	akumuluj	288,46	PLN	2021-10-07
Millennium	trzymaj	akumuluj	7,30	PLN	2021-10-07
MOL	akumuluj	kupuj	2816,00	HUF	2021-10-07
PGE	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07
Polenergia	kupuj	trzymaj	85,94	PLN	2021-10-07
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	345,80	PLN	2021-10-07
Stalprodukt	trzymaj	trzymaj	299,44	PLN	2021-10-07
Tauron	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Alior Bank	kupuj	akumuluj	55,00	PLN	2021-09-01
BNP Paribas Polska	kupuj	kupuj	102,48	PLN	2021-09-01
Handlowy	kupuj	akumuluj	55,00	PLN	2021-09-01
ING BSK	akumuluj	akumuluj	250,00	PLN	2021-09-01
Millennium	akumuluj	trzymaj	7,30	PLN	2021-09-01
Pekao	kupuj	kupuj	130,00	PLN	2021-09-01
PKO BP	kupuj	kupuj	50,65	PLN	2021-09-01
Santander Bank Polska	kupuj	kupuj	345,80	PLN	2021-09-01
Sygnity	kupuj	trzymaj	11,70	PLN	2021-09-03
Pozbud	trzymaj	zawieszona	5,24	PLN	2021-09-06
Asseco Poland	trzymaj	kupuj	80,70	PLN	2021-09-07
CD Projekt	kupuj	zawieszona	238,00	PLN	2021-09-07
Dino	trzymaj	zawieszona	322,70	PLN	2021-09-07
Famur	kupuj	trzymaj	3,01	PLN	2021-09-07
Jeronimo Martins	trzymaj	zawieszona	18,10	EUR	2021-09-07
JSW	kupuj	kupuj	62,42	PLN	2021-09-07
Mo-BRUK	akumuluj	kupuj	397,63	PLN	2021-09-07
Ten Square Games	akumuluj	zawieszona	612,00	PLN	2021-09-07
Allegro	sprzedaj	sprzedaj	52,40	PLN	2021-09-20
KGHM	trzymaj	kupuj	158,27	PLN	2021-10-01
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	36,20	PLN	2021-10-06

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,8%	0	0,0%
redukuj	1	1,6%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,6%	1	3,8%
trzymaj	15	24,2%	6	23,1%
równoważ	7	11,3%	1	3,8%
akumuluj	12	19,4%	8	30,8%
kupuj	18	29,0%	9	34,6%
przeważaj	5	8,1%	1	3,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
13 paź	CCC	Publikacja wyników za 2Q'21/22
20 paź	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 3Q'21
22 paź 10:00	Forte	Telekonferencja z Zarządem
26 paź	Asseco BS	Publikacja wyników za 3Q'21
26 paź	Millennium	Publikacja wyników za 3Q'21
26 paź	Orange Polska	Publikacja wyników za 3Q'21
27 paź	Asseco SEE	Publikacja wyników za 3Q'21
27 paź	Alior Bank	Publikacja wyników za 3Q'21
27 paź	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 3Q'21 (po sesji)
27 paź	Santander	Publikacja wyników za 3Q'21
28 paź	Mangata	Publikacja wyników za 3Q'21
28 paź	PKN Orlen	Publikacja wyników za 3Q'21
29 paź	Cognor	Publikacja wyników za 3Q'21
29 paź	Lotos	Publikacja wyników za 3Q'21
29 paź	Moneta Money	Publikacja wyników za 3Q'21

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Wynik polskiej produkcji przemysłowej za sierpień przyniósł lekkie rozczarowanie. Produkcja wzrosła o 13,2% r/r, co jest gorszym rezultatem zarówno od konsensusu prognoz (13,8% r/r) jak i naszego szacunku (13,9% r/r). Słabszych wyników produkcji należy doszukiwać się po stronie podaży (braki materiałów, komponentów) oraz cen, które przy wzrostach w obecnej skali niekorzystnie wpływają na zagregowany popyt. Nieodsezonowane dane rok do roku mogą interpretacyjnie nieco wprowadzać w błąd ze względu na niską bazę z roku poprzedniego i różnicę dni roboczych. Stąd lepiej rzucić okiem na dane odsezonowane. W nich odnotowano spadek produkcji sprzedanej przemysłu o 0,3% m/m. Produkcja spowalnia, a miesięczna dynamika, pierwszy raz od kwietnia tego roku, zanotowała ujemne wartości. Nie jest to raczej jednorazowy wystrzał - lekkie spowolnienie w ujęciu m/m widoczne było już w ostatnich miesiącach (choć akurat sam lipiec zaskoczył w górę). Ostatnie 3 miesiące przyniosły miesięczne dynamiki średnio na poziomie 0,2% m/m. To gorszy rezultat niż średnia dla lat 2015-19 (+0,4% m/m), czyli lat, w których odnotowano przyspieszenie produkcji (bardziej stromy trend). Warto jednak podkreślić, że nie jest to na tyle silne spowolnienie, by spowodowało znaczące odchylenie od trendu. Pod tym względem produkcja przemysłowa wciąż prezentuje się dobrze i znajduje się na przyspieszonym trendzie sprzed pandemii. W poprzednich komentarzach pisaliśmy, że w najbliższym czasie dojdzie do ograniczenia produkcji w związku ze zmniejszeniem popytu na dobra konsumpcyjne, ale ich miejsce powinny wypełniać, przynajmniej częściowo, dobra inwestycyjne (nowy cykl, już mniej gwałtowny po krótkoterminowym dostosowaniu) i komponenty (odbudowa zapasów). Kończyłoby to okres szybkiego wzrostu produkcji po okresie gwałtownego uruchomienia popytu (wspartego polityką fiskalną). W praktyce trudno odróżnić ile spowolnienia produkcji wynika ze zmian popytu, a ile to efekt zmniejszenia podaży. Wskaźniki koniunktury GUS wskazują, że występują potężne problemy z niedoborem surowców i materiałów, ale popyt nie stanowi istotnej bariery dla produkcji. O ile tę pierwszą wskazówkę, biorąc pod uwagę skalę i gwałtowność, można brać za pewnik (niestety tylko w sferze jakościowej - nie udało nam się jednoznacznie potwierdzić, że sekcje produkcji doświadczające największego wzrostu bariery tego typu cierpią jednocześnie na największe hamowanie produkcji sprzedanej - efekt może być bardzo subtelny, podobnie jak subtelne jest hamowanie produkcji; nie obserwujemy przecież gwałtownego tąpnięcia), o tyle ta druga jest mniej jednoznaczna.

Popyt może nie stanowić istotnej bariery produkcyjnej, bo jest wciąż prawdopodobnie bardzo wysoki. Nie kasuje to jednak możliwości występowania jego fluktuacji. Ostatnia ankieta PMI sugerowała nieco niższe wzrosty popytu. Źródłem jego obniżenia jest z pewnością zakończenie krótkoterminowych gwałtownych dostosowań po stronie konsumpcji i inwestycji (szybkie "dozbrojenie" do funkcjonowania w nowych otoczeniu makroekonomicznym) i jest to na pewno część ogólnej historii. Do tego dochodzą też efekty realne zmian nominalnych (cen), które ten proces wzmacniają. Warto jednak wciąż podkreślać, że skala szoku podażowego i wynikłego z niego dopasowania cenowego wpływa na razie w niewielkim stopniu na produkcję. Spowolnienie jest widoczne, ale nie jest gwałtowne. Asem w rękawie produkcji pozostają zaległości produkcyjne, które będą powoli uruchamiane. W międzyczasie powoli będą udrażniać się też wąskie gardła. Firmy wyjdą z tego dostosowania zapewne nieco poturbowane (choć mają bufory), ale wciąż naszym scenariuszem bazowym jest spowolnienie, ale nie zakończenie globalnego ożywienia. W polskim przypadku wsparciem dla cyklu produkcji będzie nowy cykl inwestycji infrastrukturalnych.

Ceny producentów poszybowały w górę o 9,5% w sierpniu. Zdecydowanie pomogła niska baza z poprzedniego roku, ale samo momentum cenowe - mierząc je miesięcznymi wzrostami cen w przetwórstwie w ujęciu bazowym - pozostaje wysokie. Warto też dodać, że wynik wciąż mieści się we wskazaniach modeli. Te same modele sugerują, że we wrześniu otrzymamy się o 10%. To już powinno wyznaczać szczyty inflacji producenckiej.

Sprzedaż detaliczna

Wynik sprzedaży detalicznej za sierpień nie przyniósł większych niespodzianek. Sprzedaż w cenach stałych wzrosła o 5,4% r/r (blisko naszej prognozy: 5,3% r/r i nieco poniżej szacunków konsensusu: 5,7% r/r). Sprzedaż rośnie w podobnym tempie jak przed pandemią, co sprawia, że luka pomiędzy bieżącym jej wolumenem, a przed-pandemicznym trendem w zasadzie się nie zmniejsza. Sierpniowy odczyt nic w tej kwestii zmienił, bo sama sprzedaż przyspieszyła jedynie w niewielkim stopniu (+0,4% m/m w danych odsezonowanych). Szczepienia i otwarcie gospodarki przyniosły ledwie wyrównanie poziomów realnej sprzedaży z tymi przed pandemią. Wciąż nie zobaczyliśmy skokowego dostosowania wydatków mimo rekordowych poziomów łącznej gotówki w obiegu i depozytów gospodarstw domowych. Jest to zresztą obraz spójny z wynikami optymizmu konsumentów, które wciąż nie mogą dobić do przed-pandemicznych poziomów i nie jest to naszym zdaniem efekt wynikający z obaw przed wirusem, bo te systematycznie spadają, a optymizm konsumentów wyraźnie się nie poprawia. Dlaczego więc nie obserwujemy dalszej, szybkiej poprawy optymizmu konsumentów i sprzedaży? Jesteśmy zdani tu wyłącznie na spekulację.

Wyhamowanie dynamiki sprzedaży może wynikać z substytucji zakupów towarów powoli otwierającymi się usługami. Efekt ten, przynajmniej w śledzącym przez nas wydatkach kartowych, nie jest jednak bardzo wyraźny i trwały. Nie powinien też wpływać na perspektywy całej konsumpcji.

Dane z rynku pracy są stosunkowo dobre (zwłaszcza płace sugerują, że ma miejsce walka o pracownika), ale zatrzymały się przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i luka pomiędzy poziomem zatrudnienia sprzed pandemii jest wciąż rozwarła (brakuje około 70 tysięcy etatów). W tym samym czasie obserwujemy jednak, że liczba osób ubezpieczonych w ZUS już dawno przebiła poziom przed-pandemiczny. Może to sugerować, że zmieniły się formy zatrudnienia (odejście od UoP) i generalnie po tym przetarasowaniu konsumenci wykazują się tymczasowo większą wstrzeźliwością. Oprócz kwestii zatrudnienia należy mieć także na uwadze smutny fakt, że w wyniku zgonów nadwyżkowych ubyło konsumentów. Nie podejmujemy się policzenia tego efektu, ale nie chodzi o kilku lecz nawet o kilkadziesiąt tysięcy konsumentów o wysokiej krańcowej skłonności do konsumpcji. Warto też poświęcić chwilę uwagi efektowi wyższych "oszczędności" (gotówka+depozyty), o których wspominaliśmy na wstępie. Nie wiemy jaki jest rozkład tych dodatkowych środków. Być może (i jest to bardzo prawdopodobne) dotyczą głównie konsumentów o wysokich dochodach, których krańcowa skłonność do konsumpcji jest niska i stąd są niechętnie wydawane na konsumpcję. Mogą służyć za bufor bezpieczeństwa w przypadku spowolnienia dochodów, ale nie zostaną w normalnych warunkach wydane. Ubezpieczają więc wyhamowanie konsumpcji, ale nie muszą jej autonomicznie przyspieszać. Wreszcie, sprzedaż ograniczać mogą efekty cenowe - wzrosty inflacji istotnie duszą wydatki w cenach stałych, co widzimy w odczytach z ostatnich miesięcy. Przypomnijmy, że w ostatnich latach deflator sprzedaży detalicznej był niski. Obecnie sięga 5% i przy sierpniowym odczycie realnej sprzedaży na poziomie

5,4%, nominalna sprzedaż urosła o ponad 10%. Rozbieżność między wielkościami realnymi i nominalnymi jest istotna i spora część wydatków nominalnych, która w warunkach niskiej inflacji odpowiadałaby za zwiększenie realnej konsumpcji, obsługuje obecnie wyłącznie wzrosty cen. W takiej sytuacji trudno się dziwić, że konsumenci mogą odczuwać to negatywnie, bo podobny poziom wydatków nominalnych nie dostarcza podobnego poziomu użyteczności czy satysfakcji z konsumpcji.

Ryzyka dla sprzedaży (i konsumpcji) pozostają naszym zdaniem bez zmian. Widzimy sporo spowalniający wzrostów sprzedaży, ale główny czynnik, który może sprowadzać ją w dół to restrykcje epidemiczne. Nie spodziewamy się ich w dużej skali, a więc efekt powinien być stosunkowo słabo zauważalny. Jesteśmy jednak dopiero na początku IV fali, która w wielu krajach potrafiła sprawić dużo niespodzianek. Ciekawostką tego odczytu wydaje się przyspieszenie sprzedaży przez Internet (tu sprzedaż w ujęciu nieodsezonowanym wzrosła o 5,6% m/m, podczas gdy w całej gospodarce odnotowano spadek o 1% m/m). Faktycznie analizując wyłącznie dynamiki sprzedaży internetowej, tegoroczny sierpień wyraźnie różnił się od zeszłorocznego. Gdy porównamy jednak dynamiki sprzedaży Internetowej i ogółem - czar pryska. Wygląda na to, że mamy do czynienia z dokładnie identyczną sekwencją jak w poprzednim roku, gdzie słabsze dynamiki sprzedaży Internetowej rozpędzają się z końcem wakacji. Natężenie tego procesu jest w tym roku nieco większe. Być może konsumenci coraz bardziej przyzwyczajają się do tej formy zakupów.

Inflacja

GUS zrewidował w górę odczyt flash - inflacja w sierpniu wyniosła 5,5% r/r (flash wskazywał na 5,4% r/r, w poprzednim miesiącu odnotowano 5% r/r). To najwyższy wynik od 20 lat (rewizja o 0,1 pp. nic w tej kwestii nie zmieniła). Zaskoczenie ma kilka przyczyn. GUS zrewidował w górę szacunek zmiany cen żywności - zamiast -0,3% m/m odnotowano -0,2% m/m. Ceny oddaliły się więc jeszcze bardziej od sezonowego trendu (sierpień przynosi zazwyczaj mocniejsze spadki), ale wpisały w podobne zachowanie tej kategorii w inflacyjnych danych innych państw z regionu. Głównym źródłem niespodzianki była wyższa zmiana cen w kategorii nośniki energii - wcześniej GUS szacował, że wzrosła ona o 0,8% m/m, finalne dane przyniosły natomiast wzrost o 1,2% m/m. Wzrosty powodowane są podwyżką cen gazu. Przyspieszyła zarówno inflacja cen towarów jak i usług. Wzrosła inflacja bazowa (w porównaniu do poprzedniego miesiąca), która naszym zdaniem wyniosła 3,9% - 4% r/r (wynik na ostrzu noża). Tu zwraca uwagę nieco wyższy niż szacowaliśmy wzrost cen w łączności (+0,8 m/m), odnotowano też stosunkowo silne wzrosty w kategorii dot. restauracji i hoteli (+0,6% m/m, tu jednak bez zaskoczeń, zgodnie z naszymi szacunkami). Tak jak pisaliśmy po odczycie flash, choć inflacja bazowa wzrosła to jest to już raczej końcówka wzrostów, powodowanych kategoriami wrażliwymi na otwieranie gospodarki. Nasze prognozy sugerują, że w najbliższych miesiącach/kwartalach inflacja bazowa nie będzie się plasowała już wyżej. Raczej zaobserwujemy konsolidację lub lekkie opadanie. To będzie jednak nadal historycznie wysoki poziom inflacji bazowej. Inflację CPI dźwigać będą w tym czasie inne czynniki: ceny żywności oraz ceny energii elektrycznej i gazu. Najwyższy odczyt inflacji jeszcze najprawdopodobniej przed nami - szacujemy, że przypadnie on na grudzień tego roku. Później inflacja będzie opadać, ale nie spodziewamy się by wróciła do dopuszczalnego przedziału wahań od celu NBP.

Prezes Głapiński podkreślał ostatnio, że do podjęcia decyzji o ewentualnym zacieśnieniu polityki Radę skłonić może ryzyko trwałego przekraczania celu inflacyjnego na skutek trwałej presji popytowej w warunkach mocnego rynku pracy, czyli

braku znaczącego bezrobocia i w warunkach dobrej koniunktury. Istotne będzie również rozwiązanie niepokojów dot. IV fali zachorowań (jej szczyt jeszcze przed nami). Nasza prognoza przyszłych ruchów RPP pozostaje niezmienną - wciąż oceniamy, że najbardziej prawdopodobne jest rozpoczęcie normalizacji w I kwartale przyszłego roku.

Rynek pracy

Biuletyn Statystyczny ujawnił kilka bardzo interesujących faktów dot. rynku pracy. Zaczniemy od stopy bezrobocia. Zaskoczyła nas stabilizacja na 5,8% - prognozowaliśmy spadek do 5,7%. Gdy patrzymy na wyrejestrowania, widzimy powody do optymizmu. Mimo stabilizacji stopy bezrobocia, skala wyrejestrowań była najwyższa od lat. Brak ruchu po stronie bezrobocia wynika (i tu skazani jesteśmy na zgrubne szacunki, bo precyzja szacunku stopy bezrobocia z dokładnością do jednego miejsca po przecinku jest niska) z dziwnego spadku zatrudnienia. W przeszłości takie dziwne ruchy zdarzały się w bardzo różnych momentach i zwykle nie były preludium do niczego. Samo zatrudnienie też wygląda bardzo specyficznie. Za miesięczne spadki przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw odpowiedzialne są: przetwórstwo przemysłowe (-8), transport i gospodarka magazynowa (-3). Zupełnie inaczej wygląda to po stronie pracujących: -2 oraz 0 (bez zmian). Sama liczba pracujących tylko lekko spadła w stosunku do poprzedniego miesiąca (-2 vs -10 na przeciętnym zatrudnieniu). To może sugerować, że sytuacja po stronie popytu na pracę jest jednak lepsza niż sugerują to na pierwszy rzut oka dane. Możemy mieć do czynienia z (tymczasowym) i wymuszonym obniżeniem liczby przepracowanych godzin. Fakt, że w tym procesie dominuje przemysł może wynikać - paradoksalnie - z problemów podażowych. Utrzymuje się duża liczba niezrealizowanych zamówień, ale jednocześnie nie da się ich realizować, bo nie ma komponentów do produkcji. W takiej sytuacji możemy obserwować przestoje pewnych linii, podczas gdy inne pracują pełną parą. To oczywiście tylko hipoteza (nie potrafimy jej na szybko zweryfikować), ale paradoksalnie pasuje też do zaskoczeń (in plus) na dynamicie wynagrodzeń. Jedne linie pracują w nadgodzinach (to podbija płace), a te objęte przestojami wcale nie muszą płacić mniej minimalizując potencjalną rotację pracowników (wiadomo, że popyt jest, ale nie ma jak produkować - logicznym posunięciem jest utrzymanie pracowników). Tak czy inaczej wciąż do poziomów zatrudnienia przed pandemią brakuje sporo. Pisaliśmy już o tym i być może nie da się odbudować tego poziomu zatrudnienia, bo zmieniło formy (patrz dane o liczbie ubezpieczonych w ZUS, które już dawno są powyżej pandemii). Być może część miejsc pracy została zautomatyzowana i nie wróci już na swoje miejsce. RPP wydaje się przywiązywać pewną wagę do kwestii luki zatrudnienia (EBC nazwałaby to labor market slack). Prawdziwy poziom tego zjawiska poznamy dopiero w lutym, kiedy - po zmianie próby przedsiębiorstw - zobaczymy prawdziwszy obraz całej gospodarki. To w tym wypadku dość oczywiście, że ten obraz może rzucić zatrudnienie na całkiem inny poziom, bo w przeciwieństwie do 2020 roku, w 2021 roku dominować musiała kreacja, a nie destrukcja, stąd nie zdziwilibyśmy się nadmiernie, gdyby ta luka została zamknięta, ale my - na starej próbie firm - jeszcze tego nie wiemy.

mBank Research

(M. Mazurek, M. Zdrolik, A. Wytrykowska, J. Kownacki)
research@mbank.pl

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

W naszym podstawowym scenariuszu, który zakłada podwyżkę stopy referencyjnej do 1,5% w połowie 2023 roku, Alior jest jednym z największych beneficjentów ruchu na stopach procentowych. Struktura portfela kredytowego oraz samego wyniku (NII odgrywa relatywnie większą rolę niż w innych bankach) sprawiają, że podwyżki stóp procentowych bardzo wyraźnie będą się przekładać na wynik i rentowność banku, którą w 2022 szacujemy na 7,7% a w 2023 nawet 10,8%. Oczywiście wspomniana wrażliwość działa również w drugą stronę, brak podwyżek w zakładanej skali oznaczałby, że potencjał wzrostu kursu Aliora już się wyczerpał. Drugą ważną kwestią w przypadku Aliora są oczywiście koszty ryzyka, które w przeszłości zasypywały dobry wynik na poziomie operacyjnym. Naszym zdaniem bank najgorsze ma już za sobą i CoR powinien nie przekraczać w skali roku 200 p.b. Nasza prognoza CoR na lata 2021-23 to odpowiednio 196/192/185 p.b. z zaznaczeniem, że czujemy się konserwatywni na tej linii i pozytywne zaskoczenia nie są wykluczone. Kolejne dobre kwartały jeżeli chodzi o CoR wraz z rosnącymi oczekiwaniami co do ścieżki stóp procentowych, powinny promować dalszy rereating walorów Aliora oraz fundamentalny wzrost wyceny. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj z ceną docelową 55,00 PLN

cena bieżąca	50,34 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	55,00 PLN	+9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	55,00 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
ticker	ALR PW	zmiana 1M	+9,1%	+9,6%
ISIN	PLALIOR00045	zmiana YTD	+196,6%	+170,8%
liczba akcji (mln)	129,3	średni obrót 1M	20,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 506,8	średni obrót 6M	14,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,0	+10,1%
free float	74,8%	P/E 5Y avg	10,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184	2 849	2 699	3 098	3 597
WNDB	4 134	3 786	3 667	4 096	4 627
koszty	-1 976	-1 905	-1 626	-1 723	-1 786
saldo rezerw	-1 443	-1 866	-1 252	-1 293	-1 337
zysk netto	248	-311	350	556	877
P/E	12,6	-	8,9	5,6	3,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
ROE	3,8%	-	5,2%	7,7%	10,8%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2020	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184	2 849	2 699	3 098	3 597
wynik prowizyjny	658	636	716	742	770
wynik handlowy	149	164	115	118	122
pozostałe przychody netto	143	137	137	137	137
wynik pozaodsetkowy	950	937	968	998	1 030
WNDB	4 134	3 786	3 667	4 096	4 627
koszty operacyjne	1 705	1 705	1 706	1 707	1 708
zysk operacyjny	2 159	1 881	2 041	2 373	2 840
saldo rezerw	1 443	1 866	1 252	1 293	1 337
udział w jednostkach zal	0	0	1	2	3
wynik brutto	716	14	789	1 080	1 504
podatek	241	105	205	270	361
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	226	221	234	253	266
zysk netto	248	-311	350	556	877

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	0	0%
Korekta o PV	65	1%
Etap II (2024-38)	6 326	68%
Etap III (2039-58)	2 031	22%
wartość rezidualna	941	10%
wartość godziwa	9 363	100%
liczba akcji (mln)	129	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	72,43	
cena docelowa za 9M (PLN)	77,05	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 545	71%
Etap I (2021-23)	348	3%
Korekta o PV	491	5%
Etap II (2024-38)	2 021	19%
Etap III (2039-58)	210	2%
wartość godziwa	10 615	100%
liczba akcji (mln)	129	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	82,13	
cena docelowa za 9M (PLN)	87,36	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 363
zyski ekonomiczne	50%	10 615
średnia wartość godziwa		9 989
na akcję (PLN)		77,28
podatek bankowy		-25,58
wartość godziwa na akcję		51,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		55,00

BNP Paribas Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

BNP cały czas jest notowane z dyskontem do pozostałych polskich banków, czego przyczyny upatrujemy w wiszącej czekającej podaży akcji. Uważamy, że pomimo niskiej płynności już obecnie jest dobry moment na budowanie pozycji w walorach BNP. Oczywiście w przypadku „paczki”, należy się spodziewać dyskonta, ale zakładamy, że zostanie ono szybko domknięte. Dodatkowo zwiększenie freefloatu może zaowocować przejściem BNP z sWIG80 do mWIG40, a więc wywołać pasywny popyt. Na poziomie operacyjnym BNP wygląda, podobnie jak reszta sektora, bardzo dobrze i jeżeli bank rozwiąże kwestię kredytów CHF to droga do wyższej rentowności w 2022 i 2023 będzie otwarta. W 2022 i 2023 spodziewamy się rentowności na poziomie 9-10%, a więc powyżej kosztu kapitału. Dodatkowo BNP w najbliższych miesiącach ma opublikować nową strategię, która naszym zdaniem będzie zawierała pierwsze wzmianki o dywidendzie, co może być dodatkowym argumentem przemawiającym za BNP. Nasza rekomendacja kupuj oraz cena docelowa na poziomie 102,48 PLN pozostają bez zmian.

cena bieżąca	90,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	102,48 PLN	+13,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	102,48 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane		BNPPPL PW	vs. WIG
ticker	BNPPPL PW	zmiana 1M	+17,5%
ISIN	PLBGZ0000010	zmiana YTD	+41,5%
liczba akcji (mln)	147,4	średni obrót 1M	0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	13 267,7	średni obrót 6M	0,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,1
free float	11,2%	P/E 5Y avg	12,6

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 169	3 060	2 991	3 293	3 680
WNDB	4 824	5 076	4 902	5 290	5 774
koszty	-3 195	-2 877	-2 716	-2 779	-2 852
saldo rezerw	-442	-601	-324	-354	-369
zysk netto	615	733	644	1 255	1 523
P/E	16,3	13,6	15,5	8,0	6,6
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
ROE	5,7%	6,3%	5,2%	9,5%	10,6%
DPS	0,00	0,00	0,00	1,87	3,65
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%	4,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 169	3 060	2 991	3 293	3 680
Wynik prowizyjny	820	916	1 002	1 049	1 105
Wynik handlowy	652	776	698	733	770
Pozostałe przychody netto	183	324	210	215	219
Wynik pozaodsetkowy	1 655	2 016	1 910	1 997	2 094
WNDB	4 824	5 076	4 902	5 290	5 774
Koszty operacyjne	3 195	2 877	2 716	2 779	2 852
Zysk operacyjny	1 628	2 199	2 186	2 511	2 922
Saldo rezerw	474	770	872	373	388
Udział w jedn. zależnych	0	1	2	3	4
Wynik brutto	1 154	1 429	1 314	2 138	2 534
Podatek	258	377	342	556	659
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	281	319	328	327	352
Zysk netto	615	733	644	1 255	1 523

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	73 811	75 637	79 405	84 622	90 408
Pozostałe aktywa	36 143	43 940	45 588	45 278	46 360
Aktywa razem	109 954	119 577	124 993	129 900	136 768
Depozyty	86 135	90 051	94 640	98 483	102 034
Pozostałe zobowiązania	12 660	17 496	17 677	17 680	19 851
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	11 159	12 031	12 675	13 737	14 883

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,7%	2,5%	2,6%	2,8%
C/I	66,2%	56,7%	55,4%	52,5%	49,4%
CoR	0,6%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	5,7%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Tier 1	12,8%	13,6%	14,0%	14,5%	15,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	0	0%
Korekta o PV	0	0%
Etap II (2024-38)	4 036	31%
Etap III (2039-58)	4 115	32%
Wartość rezydualna	4 769	37%
Wartość godziwa	12 919	100%
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	0,0%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	87,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	93,20	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 826	59%
Etap I (2021-23)	1 366	7%
Korekta o PV	433	2%
Etap II (2024-38)	4 860	26%
Etap III (2039-58)	1 382	7%
Wartość godziwa	18 433	100%
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	0,0%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	125,04	
Cena docelowa za 9M (PLN)	133,01	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 919
Zyski ekonomiczne	50%	18 433
Średnia wartość godziwa		15 676
na akcję (PLN)		106,34
Podatek bankowy		-27,98
Wartość godziwa na akcję		78,36
Koszt kapitału 9M		0,0%
Cena docelowa za 9M (PLN)		102,48

Handlowy kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Bank Handlowy jest w trudnej sytuacji. Z jednej strony reżim niskich stóp procentowych sprawia, że wystawiona na sprzedaż część detaliczna banku jest nierentowna i taka pozostanie dopóki stopy procentowe nie wzrosną. Z drugiej trudno będzie w krótkim czasie zasypać dziurę w NII, która powstała w wyniku sprzedaży połowy portfela papierów wartościowych, co będzie widać w kolejnych kwartalnych wynikach. To co ratuje Handlowego to obietnica wysokiej dywidendy. Spodziewamy się, że w 2022 roku KNF zezwoli na wypłatę dywidendy z zysków niepodzielonych z lat ubiegłych, co będzie oznaczało, że Handlowy będzie mógł się podzielić oprócz zysku z 2021 roku, zarówno resztką zysku z 2018, jak i zyskiem z 2019 roku. Wg naszych prognoz powinno się to przełożyć na dwucyfrową stopę dywidendy w 2022 roku i blisko dwucyfrową w 2023 roku. Nie zapominamy również, że dodatkowe przepływy dla akcjonariuszy mogą się pojawić po sprzedaży części detalicznej banku. Od czasu ogłoszenia zamiaru sprzedaży nie doszły do nas żadne nowe informacje w tej sprawie oprócz tego, że toczą się rozmowy. Naszym zdaniem z punktu widzenia kupującego im szybciej tym lepiej, ponieważ wraz z kolejnymi podwyżkami stóp procentowych detaliczny biznes Handlowego będzie zyskiwał na wartości, dlatego też nie zdziwi nas jeżeli przed końcem roku dowiemy się nowych szczegółów w kwestii sprzedaży. Na podstawie powyższych utrzymujemy naszą rekomendację kupuj nie zmieniając ceny docelowej, z zaznaczeniem, że Bank Handlowy jest wyborem dywidendowym, a nie wzrostowym.

Cena bieżąca	50,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	55,00 PLN	+9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	55,00 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
ticker	BHW PW	zmiana 1M	+10,7%	+11,2%
ISIN	PLBH00000012	zmiana YTD	+47,9%	+22,0%
liczba akcji (mln)	130,7	średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 559,1	średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,5	+12,1%
free float	25,0%	P/E 5Y avg	13,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	1 154	1 002	720	938	1 114
WNDB	2 245	2 129	2 304	2 124	2 317
koszty	-1 244	-1 284	-1 241	-1 271	-1 305
saldo rezerw	-246	-190	-82	-94	-106
zysk netto	480	172	614	428	551
P/E	11,7	32,5	9,1	13,1	10,2
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
ROE	6,8%	2,4%	7,9%	5,4%	7,1%
DPS	3,74	0,00	1,20	5,36	4,29
DYield	7,5%	0,0%	2,4%	10,7%	8,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	1 154	1 002	720	938	1 114
Wynik prowizyjny	565	560	612	624	639
Wynik handlowy	491	531	934	522	522
Pozostałe przychody netto	35	37	38	39	41
Wynik pozaodsetkowy	1 091	1 128	1 584	1 186	1 203
WNDB	2 245	2 129	2 304	2 124	2 317
Koszty operacyjne	1 244	1 284	1 241	1 271	1 305
Zysk operacyjny	1 002	846	1 063	853	1 012
Saldo rezerw	246	190	82	94	106
Udział w jednostkach zależnych	0	0	0	0	0
Wynik brutto	756	441	980	759	906
Podatek	178	145	216	167	199
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	98	124	151	164	156
Zysk netto	480	172	614	428	551

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	1 178	14%
Korekta o PV	598	7%
Etap II (2024-38)	6 811	78%
Etap III (2039-58)	101	1%
Wartość rezydualna	1	0%
Wartość godziwa	8 690	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	66,51	
Cena docelowa za 9M (PLN)	70,75	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 968	106%
Etap I (2021-23)	-263	-3%
Korekta o PV	393	5%
Etap II (2024-38)	-610	-7%
Etap III (2039-58)	4	0%
Wartość godziwa	8 492	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	64,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	69,13	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 690
Zyski ekonomiczne	50%	8 492
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		65,75
Podatek bankowy		-14,04
Wartość godziwa na akcję		51,70
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		55,00

ING BSK akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Nawet bez podwyżki stóp procentowych ING pokazuje bardzo dobre wyniki. Wzrost bilansu zrekompensował cięcie stóp z początku pandemii. Choć banki wszystkie notują świetne wyniki jeżeli chodzi o sprzedaż kredytów hipotecznych i NML, to ING wsparł to również relatywnie lepszymi wolumenami w bankowości przedsiębiorstw, w którym to segmencie ING jako pierwszy wyszedł z pandemicznego dołka i osiągnął wolumeny z początku 2020 roku. Aby dopełnić obraz należy pamiętać o wysokich przychodach prowizyjnych, niskim saldzie rezerw oraz wysokim obrezerwowaniu portfela kredytów CHF. Innymi słowy ING wyszedł z pandemii silniejszy, co wg nas przełoży się na ROE na poziomie 10% w 2021 roku. Patrząc w przód ING nie jest relatywnie najmniej wrażliwym bankiem na ruchy na stopach procentowych, więc prognozowana przez nas podwyżka nie będzie miała efektu tak silnie pozytywnego jak w innych bankach. Dodatkowo zwracamy cały czas uwagę na wysoką wycenę ING, która oscyluje obecnie w pobliżu 1,5x P/BV, co oznacza zauważalną premię do reszty banków. Jest to oczywiście z jednej strony uzasadnione ze względu na wysoką jakość, ale z drugiej stawia znaki zapytania jeżeli chodzi o dalszy wzrost wyceny. Na podstawie powyższych utrzymujemy naszą rekomendację akumuluj z ceną docelową na poziomie 250 PLN zaznaczając, że względny potencjał do re-ratingu w przypadku walorów ING jest niewielki i ewentualny dalszy wzrost notowań będzie musiał szukać oparcia w dobrych wynikach i wzroście wyceny całego sektora.

cena bieżąca	260,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	250,00 PLN	-3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	250,00 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
ticker	ING PW	zmiana 1M	+12,6%	+13,1%
ISIN	PLBSK0000017	zmiana YTD	+52,0%	+26,2%
liczba akcji (mln)	130,1	średni obrót 1M	2,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 826,0	średni obrót 6M	1,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,2	+8,2%
free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,0	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 325	4 542	4 700	5 277	5 786
WNDB	5 790	6 215	6 597	7 223	7 784
koszty	-2 497	-2 763	-2 905	-3 125	-3 311
saldo rezerw	-561	-805	-455	-615	-687
zysk netto	1 659	1 338	1 920	2 193	2 374
P/E	13,6	16,9	11,8	10,3	9,5
P/BV	2,2	1,8	1,7	1,6	1,5
ROE	11,6%	7,9%	10,0%	10,9%	11,1%
DPS	3,50	0,00	5,14	9,60	10,65
DYield	1,3%	0,0%	2,0%	3,7%	4,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	4 325	4 542	4 700	5 277	5 786
Wynik prowizyjny	1 341	1 528	1 805	1 854	1 906
Wynik handlowy	130	153	100	100	100
Pozostałe przychody netto	-6	-9	-7	-7	-7
Wynik pozaodsetkowy	1 465	1 673	1 897	1 946	1 998
WNDB	5 790	6 215	6 597	7 223	7 784
Koszty operacyjne	2 497	2 763	2 905	3 125	3 311
Zysk operacyjny	3 292	3 452	3 692	4 098	4 473
Saldo rezerw	606	1 075	557	615	687
Udział w jednostkach zał	7	16	24	24	24
Wynik brutto	2 694	2 393	3 158	3 506	3 810
Podatek	599	574	717	771	838
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	436	482	521	542	598
Zysk netto	1 659	1 338	1 920	2 193	2 374

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	118 128	124 655	135 286	145 190	156 140
Pozostałe aktywa	40 483	61 940	64 311	64 732	65 164
Aktywa razem	158 611	186 596	199 597	209 922	221 304
Depozyty	130 474	151 029	163 043	171 726	180 879
Pozostałe zobowiązania	12 914	16 949	16 782	17 592	18 334
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	15 223	18 618	19 772	20 604	22 091

Wskaźniki

(%)	2018	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,7%	2,5%	2,6%	2,7%
C/I	43,1%	44,5%	44,0%	43,3%	42,5%
CoR	0,5%	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	2,1%	2,6%	2,0%	2,0%	2,1%
Tier 1	14,5%	15,1%	16,5%	16,7%	16,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	2 763	7%
Korekta o PV	-643	-2%
Etap II (2024-38)	17 887	47%
Etap III (2039-58)	10 328	27%
Wartość rezydualna	7 726	20%
Wartość godziwa	38 060	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	292,54	
Cena docelowa za 9M (PLN)	311,19	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	18 175	47%
Etap I (2021-23)	2 381	6%
Korekta o PV	1 794	5%
Etap II (2024-38)	11 537	30%
Etap III (2039-58)	4 870	13%
Wartość godziwa	38 757	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	297,90	
Cena docelowa za 9M (PLN)	316,89	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	38 060
Zyski ekonomiczne	50%	38 757
Średnia wartość godziwa		38 409
na akcję (PLN)		295,22
Podatek bankowy		-60,21
Wartość godziwa na akcję		235,02
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		250,00

Millennium trzymaj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Oferowanie ugód na własnych zasadach i to z niemałym sukcesem (4000 od początku roku do końca lipca) jest miłą inicjatywą i zaskoczeniem ze strony banku Millennium. Liczymy, że 3Q będzie równie owocny i bank będzie mógł się pochwalić kolejnymi ugodami. Utrzymanie tempa oznaczałoby, że Millennium objął ugodami około 10% portfela CHF z początku roku, co ocenilibyśmy jednoznacznie pozytywnie. Jednocześnie bank nie wyklucza przystąpienia do ugód na zasadach zaproponowanych przez KNF jeżeli będą ku temu odpowiednie warunki. Na poziomie operacyjnym Millennium wygląda bardzo dobrze, zarówno jeżeli chodzi o sprzedaż jak i kontrolę kosztów. W przypadku Millennium nasze postrzeganie się nie zmieniło i zdecydowanie najważniejszą kwestią będzie rozwiązanie kwestii CHF jeszcze w ciągu 2021 roku, tak aby w 2022 podwyższyć stóp procentowych oraz wspomniane sukcesy na poziomie operacyjnym mogły przebić się spod dużych, kwartalnych rezerw CHF. W 3Q, zakładamy, że bank ponownie zawiąże rezerwy CHF które będą oznaczać kwartalną stratę. Biorąc pod uwagę, że zbliża się kluczowy dla Millennium moment czyli wyrok SN ws CHF (8 listopada) oraz ostatni wzrost kursu zmieniamy naszą rekomendację na trzymaj pozostawiając cenę docelową bez zmian.

cena bieżąca	8,05 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	7,30 PLN	-9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	7,30 PLN	2021-10-07	
poprzednia	akumuluj	7,30 PLN	2021-09-01	
Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
ticker	MIL PW	zmiana 1M	+19,8%	+20,3%
ISIN	PLBIG0000016	zmiana YTD	+146,2%	+120,3%
liczba akcji (mln)	1 213,1	średni obrót 1M	8,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 765,6	średni obrót 6M	7,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	55,0	+215,8%
free float	50,0%	P/E 5Y avg	17,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 604	2 876	3 144
WNDB	3 552	3 784	3 817	4 067	4 333
koszty	-1 842	-2 015	-1 769	-1 889	-1 930
saldo rezerw	-404	-565	-338	-424	-472
zysk netto	561	23	-2 522	921	1 053
P/E	8,1	200,0	-	5,0	4,3
P/BV	1,1	1,1	1,5	1,3	1,2
ROE	6,5%	0,3%	-	13,2%	13,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 604	2 876	3 144
Wynik prowizyjny	699	746	838	866	868
Wynik handlowy	318	328	214	220	227
Pozostałe przychody netto	98	161	161	104	94
Wynik pozaodsetkowy	1 115	1 235	1 212	1 190	1 189
WNDB	3 552	3 784	3 817	4 067	4 333
Koszty operacyjne	1 842	2 015	1 769	1 889	1 930
Zysk operacyjny	1 710	1 769	2 047	2 178	2 403
Saldo rezerw	627	1 278	3 920	600	647
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 083	490	-1 873	1 578	1 756
Podatek	275	188	342	351	386
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	248	279	307	307	317
Zysk netto	561	23	-2 522	921	1 053

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	0	0%
Korekta o PV	105	1%
Etap II (2024-38)	8 343	71%
Etap III (2039-58)	2 288	19%
Wartość rezydualna	1 024	9%
Wartość godziwa	11 760	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	10,31	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 949	82%
Etap I (2021-23)	-1 483	-11%
Korekta o PV	618	5%
Etap II (2024-38)	3 080	23%
Etap III (2039-58)	197	1%
Wartość godziwa	13 362	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	11,01	
Cena docelowa za 9M (PLN)	11,72	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	11 760
Zyski ekonomiczne	50%	13 362
Średnia wartość godziwa		12 561
na akcję (PLN)		10,35
Podatek bankowy		-3,49
Wartość godziwa na akcję		6,86
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		7,30

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Bardzo dobre linie przychodowe są głównym motorem napędowym wyników Pekao w 2021 roku. Dodatkową szansę dla Pekao widzimy w wysokich rezerwach covidowych, które zostały zawiązane w 2020 roku, które mogą przełożyć się na rozwiązanie rezerw pod koniec 2021 roku lub zaowocować obniżonym CoR w 2022 roku. Spodziewamy się, że ze względu na wysoką wrażliwość na podwyżki stóp procentowych trend rosnących przychodów zostanie również utrzymany w 2022 i 2023 roku. Powinno się to wprost przełożyć na rentowność banku, która w 2022 i 2023 powinna przewyższać koszt kapitału, dlatego naszym zdaniem bieżąca wycena w okolicach 1,0x P/BV jest naszym zdaniem za niska. W przypadku Pekao podkreślamy również świetną pozycję kapitałową banku. Wysoki kapitał ponad wymogi regulacyjne pozwala na wypłatę dywidend bądź rozglądanie się za ewentualnymi akwizycjami. Naszym zdaniem „wycenowe” okno do akwizycji mogło już się zamknąć, jednakże po rozwiązaniu kwestii CHF może pojawić się kolejne – banki z portfelem kredytów CHF będą możliwe do prawidłowej wyceny. Jeżeli Pekao nic nie przejmie to spodziewamy się, że zysk niepodzielony z lat ubiegłych (DPS 6,4 PLN) będzie mógł zostać zutilizowany w postaci dodatkowych dywidend. Utrzymujemy bez zmian naszą rekomendację kupuj i cenę docelową 130,00 PLN.

cena bieżąca	114,40 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	130,00 PLN	+13,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	130,00 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
ticker	PEO PW	zmiana 1M	+7,2%	+7,8%
ISIN	PLPEKAO00016	zmiana YTD	+97,6%	+71,7%
liczba akcji (mln)	262,5	średni obrót 1M	64,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	30 026,6	średni obrót 6M	58,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,1	+7,0%
free float	67,2%	P/E 5Y avg	12,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	5 468	5 202	5 383	6 196	6 989
WNDB	8 304	7 872	8 326	9 224	10 123
koszty	-3 992	-3 849	-4 266	-4 324	-4 458
saldo rezerw	-660	-1 270	-744	-689	-707
zysk netto	2 165	1 102	1 539	2 519	3 052
P/E	9,3	18,3	13,1	8,0	6,6
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
ROE	9,4%	4,5%	5,9%	9,2%	10,4%
DPS	6,60	0,00	3,21	4,40	7,20
DYield	5,8%	0,0%	2,8%	3,8%	6,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	5 468	5 202	5 383	6 196	6 989
Wynik prowizyjny	2 534	2 434	2 582	2 678	2 773
Wynik handlowy	237	257	277	279	282
Pozostałe przychody netto	66	-21	85	71	79
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 670	2 943	3 028	3 134
WNDB	8 304	7 872	8 326	9 224	10 123
Koszty operacyjne	3 992	3 849	4 266	4 324	4 458
Zysk operacyjny	4 312	4 023	4 060	4 900	5 665
Saldo rezerw	718	1 638	1 129	703	721
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	3 653	2 754	3 316	4 211	4 958
Podatek	836	622	678	935	1 104
Zyski mniejszościowych	-2	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	591	661	713	742	786
Zysk netto	2 165	1 102	1 539	2 519	3 052

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	3 236	8%
Korekta o PV	3 675	9%
Etap II (2024-38)	28 586	68%
Etap III (2039-58)	5 385	13%
Wartość rezydualna	1 090	3%
Wartość godziwa	41 971	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	159,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	170,19	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	29 258	72%
Etap I (2021-23)	1 900	5%
Korekta o PV	2 079	5%
Etap II (2024-38)	5 942	15%
Etap III (2039-58)	1 279	3%
Wartość godziwa	40 457	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	154,14	
Cena docelowa za 9M (PLN)	163,97	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	41 971
Zyski ekonomiczne	50%	40 457
Średnia wartość godziwa		41 214
na akcję (PLN)		157,07
Podatek bankowy		-34,86
Wartość godziwa na akcję		122,21
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		130,00

PKO BP kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

PKO BP rozpoczął program masowych ugód proponowanych kredytobiorcom frankowym. Cały proces będzie można przeprowadzić zdalnie i dopiero jego finalizacja będzie wymagała fizycznej obecności klienta w oddziale w celu podpisania nowej umowy na kredyt PLN. Rozpoczęcie programu było dla nas kluczowym wydarzeniem zarówno z punktu widzenia samego banku, jak i całego sektora. W przypadku sukcesu PKO BP miałyby już rozwiązany problem CHF i uwolnioną rentowność. Zgodnie ze słowami prezesa, na pierwsze informacje dotyczące powodzenia należy poczekać co najmniej dwa miesiące. Niewątpliwie ze względu na skalę bilansu podwyżki stóp procentowych będą nominalnie bardzo dużo dodawać do wyniku banku (w porównaniu do poprzedniej prognozy NII w 2023 roku rośnie nam o 1,4 mld PLN po zaimplementowaniu podwyżki o 140 p.b.), dlatego PKO BP powinno mocno zyskiwać na rosnących oczekiwaniach jeżeli chodzi o podwyżki stóp procentowych. Zakładając, że nasz scenariusz się zmaterializuje, PKO BP powinien osiągnąć ROE na poziomie około 11% w 2021/22 roku i 13% w 2023 roku, co jednoznacznie zasługuje na wycenę powyżej wartości księgowej (nasza wycena fair value to 1,4x P/BV). Oprócz rentowności dodatkowym atutem przemawiającym za PKO BP jest szansa na wysoką dywidendę, która oprócz bardzo dobrych bieżących wyników może być wspierana przez zyski niepodzielone z lat ubiegłych, w efekcie prognozujemy stopę dywidendy na poziomie 7-8% w latach 2022-23. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj i cenę docelową 50,65 PLN.

cena bieżąca	46,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	50,65 PLN	+10,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	50,65 PLN	2021-09-01

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
ticker	PKO PW	zmiana 1M	+4,8%	+5,3%
ISIN	PLPKO0000016	zmiana YTD	+60,2%	+34,3%
liczba akcji (mln)	1 250,0	średni obrót 1M	95,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	57 500,0	średni obrót 6M	80,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,9	-3,0%
free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	10 290	10 346	9 593	10 791	12 084
WNDB	14 864	14 776	14 834	15 905	17 431
koszty	-6 342	-6 312	-6 280	-6 819	-6 971
saldo rezerw	-1 261	-2 569	-1 166	-1 113	-1 158
zysk netto	4 031	-2 557	4 591	5 104	6 069
P/E	10,2	-	9,0	8,1	6,8
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
ROE	10,0%	-	10,9%	11,3%	13,0%
DPS	1,33	0,00	0,00	3,31	3,67
DYield	2,9%	0,0%	0,0%	7,2%	8,0%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	10 290	10 346	9 593	10 791	12 084
Wynik prowizyjny	3 731	3 904	4 300	4 455	4 671
Wynik handlowy	438	276	658	359	359
Pozostałe przychody netto	405	250	283	299	317
Wynik pozaodsetkowy	4 574	4 430	5 241	5 114	5 347
WNDB	14 864	14 776	14 834	15 905	17 431
Koszty operacyjne	6 342	6 312	6 280	6 819	6 971
Zysk operacyjny	8 522	8 464	8 554	9 086	10 460
Saldo rezerw	1 712	9 121	1 166	1 113	1 158
Udział w jedn. zał.	31	16	17	18	19
Wynik brutto	6 841	-641	7 405	7 990	9 321
Podatek	-1 787	-865	-1 771	-1 787	-2 067
Zyski mniejszościowych	-1	4	4	4	4
Podatek bankowy	1 022	1 055	1 046	1 103	1 190
Zysk netto	4 031	-2 557	4 591	5 104	6 069

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	7 106	10%
Korekta o PV	5 360	7%
Etap II (2024-38)	40 185	55%
Etap III (2039-58)	11 022	15%
Wartość rezydualna	9 579	13%
Wartość godziwa	73 252	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	58,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	62,34	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	46 214	65%
Etap I (2021-23)	4 022	6%
Korekta o PV	3 677	5%
Etap II (2024-38)	15 456	22%
Etap III (2039-58)	2 199	3%
Wartość godziwa	71 569	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	57,26	
Cena docelowa za 9M (PLN)	60,91	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	73 252
Zyski ekonomiczne	50%	71 569
Średnia wartość godziwa		72 411
na akcję (PLN)		57,93
Podatek bankowy		-10,31
Wartość godziwa na akcję		47,62
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		50,65

Santander Bank Polska akumuluj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację dla Santander z kupuj do akumuluj. Cały czas uważamy, że kluczowe dla Santander jest rozwiązanie sprawy frankowej. Naszym zdaniem Santander jest coraz bliżej przyłączenia się do programu ugód, a decyzja PKO BP o rozpoczęciu masowego procesu jedynie przyspieszy decyzję banku. Wskazówką dla nas jest wypowiedź dla prasy szefa działu prawnego banku, który stwierdził, że brak wyroku SN i status quo prawne będzie działać na korzyść zawierania ugód. Dodatkowo Zarząd wskazał, że bank intensywnie przygotowuje się pod kątem IT do takiego procesu. Bez kredytów frankowych oraz z podwyżkami stóp procentowych uważamy, że Santander będzie w stanie osiągnąć ROE na poziomie 9% w 2022 i 11% w 2023 roku. Niemniej jednak uważamy, że w 3Q'21 i 4Q'21 wyniki nadal będą pod wpływem odpisów na kredyty frankowe. Na wskaźniku P/E wyceniamy bank zgodnie ze średnimi z ostatniej dekady, zaś na wskaźniku P/BV z 24% dyskontem, ale warto zauważyć, że prognozowane przez nas ROE na poziomie 9%-11% było ostatnio notowane w latach 2016/17 przy znacząco niższym kapitale nadwyżkowym

cena bieżąca	340,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	345,80 PLN	+1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	345,80 PLN	2021-10-07	
poprzednia	kupuj	345,80 PLN	2021-09-01	
Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG	
ticker	SPL PW	zmiana 1M	+11,8%	+12,3%
ISIN	PLBZ00000044	zmiana YTD	+85,2%	+59,4%
liczba akcji (mln)	102,1	średni obrót 1M	17,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 710,0	średni obrót 6M	15,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	18,1	+31,2%
free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	6 580	5 888	5 594	6 629	7 640
WNDB	9 485	8 647	8 719	9 687	10 838
koszty	-4 340	-4 210	-3 858	-4 094	-4 290
saldo rezerw	-1 183	-1 722	-1 288	-1 207	-1 284
zysk netto	2 138	1 037	-633	2 521	3 162
P/E	10,1	20,7	-	8,5	6,8
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
ROE	8,5%	4,0%	-	9,2%	10,9%
DPS	19,72	0,00	16,25	17,25	17,25
DYield	5,8%	0,0%	4,8%	5,1%	5,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	6 580	5 888	5 594	6 629	7 640
Wynik prowizyjny	2 128	2 152	2 426	2 510	2 644
Wynik handlowy	500	431	496	352	356
Pozostałe przychody netto	276	176	202	196	198
Wynik pozaodsetkowy	2 904	2 759	3 125	3 058	3 198
WNDB	9 485	8 647	8 719	9 687	10 838
Koszty operacyjne	4 340	4 210	3 858	4 094	4 290
Zysk operacyjny	5 145	4 438	4 861	5 593	6 548
Saldo rezerw	1 368	2 041	3 989	1 348	1 424
Udział w jednostkach zał	67	86	86	86	86
Wynik brutto	3 844	2 483	959	4 331	5 210
Podatek	800	644	769	949	1 139
Zyski mniejszościowych	-306	-200	-200	-199	-199
Podatek bankowy	-599	-602	-624	-662	-711
Zysk netto	2 138	1 037	-633	2 521	3 162

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-23)	2 261	6%
Korekta o PV	2 401	6%
Etap II (2024-38)	22 965	59%
Etap III (2039-58)	7 782	20%
Wartość rezydualna	3 762	10%
Wartość godziwa	39 171	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	394,73	
Cena docelowa za 9M (PLN)	419,89	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	28 016	67%
Etap I (2021-23)	2 337	6%
Korekta o PV	2 149	5%
Etap II (2024-38)	8 570	20%
Etap III (2039-58)	760	2%
Wartość godziwa	41 833	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	421,55	
Cena docelowa za 9M (PLN)	448,43	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	39 171
Zyski ekonomiczne	50%	41 833
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		408,14
Podatek bankowy		-83,07
Wartość godziwa na akcję		325,07
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		345,80

PZU**akumuluj (bez zmian)**

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Wyniki PZU za 1H'21 były bardzo dobre, z realizacją naszej prognozy rocznej na poziomie 52%. Zarząd podczas naszej konferencji finansowej ECL wskazał, że 2H'21 może być jednak cięższa. Z jednej strony trudno liczyć na znaczące zyski jednorazowe na wyniku inwestycyjnym, a z drugiej Zarząd wskazuje na coraz trudniejszą sytuację na rynku motoryzacyjnym. Rynek ten z jednej strony odnotowuje coraz większą częstość szkód, a z drugiej nie zaczął jeszcze podnosić cen polis, które spadły w pandemicznym 2020 roku. Dodatkowo PZU wskazuje, że koszty likwidacji szkód znacząco poszły do góry w 2020 roku z czym ubezpieczyciel zamierza aktywnie walczyć. Warto także zaznaczyć, że kurs akcji spółki logistycznej InPost, na którą PZU ma znaczącą ekspozycję, spadła aż o 16% w 3Q'21 co będzie miało wpływ na wynik inwestycyjny. Z drugiej strony podkreślamy, że na plus dla PZU w najbliższych latach będzie działać ekspozycja na sektor bankowy, który będzie korzystał z podwyżek stóp. Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj bez zmian.

cena bieżąca	37,61 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	40,63 PLN	+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	40,63 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
ticker	PZU PW	zmiana 1M	-1,4%
ISIN	PLPZU00000011	zmiana YTD	+30,3%
liczba akcji (mln)	863,5	średni obrót 1M	88,8 mln PLN
MC (mln PLN)	32 477,1	średni obrót 6M	69,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,3
		P/E 5Y avg	-4,9%
free float	64,8%		dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
skł. przyp. brutto	24 191	23 866	24 426	25 076	25 762
odszkodowania	-15 695	-15 580	-15 996	-16 208	-16 816
wynik inv.	2 210	2 178	2 022	1 623	1 638
koszty razem	-5 119	-5 132	-5 149	-5 275	-5 405
zysk netto	3 295	1 912	3 193	3 178	3 181
P/E	8,4	14,5	8,7	8,8	8,7
P/BV	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
ROE	21,2%	11,2%	17,8%	17,7%	17,4%
DPS	2,80	0,00	4,18	3,33	3,31
DYield	7,4%	0,0%	11,1%	8,8%	8,8%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
składka przypisana brutto	24 191	23 866	24 426	25 076	25 762
składka zarobiona netto	23 090	23 024	23 248	23 886	24 542
odszkodowania i świadczeń	-15 695	-15 580	-15 996	-16 208	-16 816
wynik inwestycyjny	2 210	2 178	2 022	1 623	1 638
koszty akwizycji	-3 363	-3 317	-3 316	-3 400	-3 487
koszty administracyjne	-1 756	-1 815	-1 833	-1 875	-1 918
pozostałe przychody/koszty	-900	-626	-647	-653	-658
wynik na działalności banku	3 498	194	2 680	3 598	3 909
wynik operacyjny	7 084	4 058	6 159	6 970	7 211
koszty finansowe	0	0	0	0	0
jednostki zależne	-4	0	0	0	0
zysk brutto	7 080	4 058	6 159	6 970	7 211
podatek dochodowy	-1 895	-1 528	-1 558	-1 781	-1 848
zysk mniejszości	1 890	618	1 407	2 012	2 182
zysk netto	3 295	1 912	3 193	3 178	3 181

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-23)	8 007	29%
korekta o PV	1 411	5%
etap II (2024-38)	13 865	51%
etap III (2039-58)	3 264	12%
wartość rezidualna	697	3%
wartość godziwa	27 246	100%
liczba akcji (mln)	864	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	31,55	
cena docelowa za 9M (PLN)	33,56	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	15 342	62%
etap I (2021-23)	3 450	14%
korekta o PV	534	2%
etap II (2024-38)	4 640	19%
etap III (2039-58)	925	4%
wartość godziwa	24 892	100%
liczba akcji (mln)	864	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	28,83	
cena docelowa za 9M (PLN)	30,66	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 246
zyski ekonomiczne	50%	24 892
średnia wartość godziwa		26 069

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	26 069	30,19
Bank Pekao	5 938	6,88
Alior Bank	976	1,13
suma części	31 925	38,20
cena docelowa za 9M (PLN)	40,63	

Kruk trzymaj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Kruk pokazał bardzo dobre wyniki za 2Q'21 oraz jednocześnie przedstawił zarys strategii w krótkim okresie. Spółka obiera nieco bardziej stanowcze podejście odnośnie spłat klientów (model surowej nauczycielki) co z kolei pozwoli na bardziej agresywne podejście do przetargów wierzytelności. Zarząd zdradził, że celem spółki jest obecnie podwojenie udziału w Polskim rynku z obecnych parunastu procent do około 30%. Dominującymi rynkami pozostaną Polska oraz Rumunia zaś do zakupów na rynkach południowo-europejskich Kruk będzie podchodził oportunistycznie. Kruk na 2021 roku przewiduje nakłady w wysokości około 1,2-1,3 mld PLN a w kolejnych latach 1,5-1,6 mld PLN. Taka prognoza nakładów w średnim terminie jest zgodna z naszymi prognozami. Jednocześnie Zarząd przypomniał, że wyniki za 1H'21 były wyjątkowo dobre zaś druga połowa nie będzie obfitować w tak wysokie rewaluacje. Obniżamy naszą rekomendację na spółkę do trzymaj. Uważamy, że dość istotnym czynnikiem do dalszej rewizji prognoz będą informacje dotyczące spłat i nakładów za 3Q, które powinny pojawić się w bieżącym tygodniu.

cena bieżąca	347,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	288,46 PLN	-16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	288,46 PLN	2021-10-07	
poprzednia	akumuluj	288,46 PLN	2021-07-06	
Podstawowe dane		KRU PW	vs. WIG	
ticker	KRU PW	zmiana 1M	+9,0%	+9,5%
ISIN	PLKRRK0000010	zmiana YTD	+164,9%	+139,0%
liczba akcji (mln)	19,0	średni obrót 1M	8,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 596,8	średni obrót 6M	6,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,9	+12,1%
free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody ogółem	1 251	1 138	1 471	1 574	1 674
z zakupu wierzyt.	1 138	976	1 306	1 405	1 501
z inkasa	52	57	58	59	60
koszty operacyjne	-178	-160	-206	-220	-234
zysk netto	277	81	449	467	457
P/E	12,1	40,7	7,5	7,2	7,4
P/BV	3,4	3,2	2,9	2,5	2,3
ROE	15,0%	4,0%	20,8%	19,2%	16,7%
DPS	5,00	0,00	11,00	7,83	8,13
DYield	1,4%	0,0%	3,2%	2,3%	2,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
nabyte pakiety wierzytelności			0,0%	0,0%	0,0%
usługi windykacyjne			0,0%	0,0%	0,0%
pozostałe produkty			0,0%	0,0%	0,0%
koszty ogólne			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
nabyte pakiety wierzytelno:	661	508	784	815	841
usługi windykacyjne	-1	-11	14	15	15
pozostałe produkty	6	35	54	55	57
marża pośrednia	665	532	852	885	912
koszty ogólne	178	160	206	220	234
wynik na pozostałej działaln	-2	7	-1	-1	-1
EBITDA	484	379	645	664	677
amortyzacja	44	47	49	51	53
EBIT	440	332	596	612	624
przychody/koszty finansow	-126	-128	-85	-82	-105
zysk brutto	314	204	510	530	519
podatek dochodowy	37	123	61	64	62
zysk netto	277	81	449	467	457
nakłady na nowe portfele	783	456	1 052	1 250	1 529
spłaty	-1 782	-1 834	-1 952	-2 176	-2 216

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
początkowe TNAV		1 958
etap I (2021-30)	1 059	1 471
etap II (2031-50)	1 666	1 511
PV TV	2 284	
wartość godziwa na 07/2021	5 009	4 941
korekta o wartość pieniądza w czasie	-72	196
obecna wartość firmy	4 937	5 136
liczba akcji (mln)	19,0	19,0
koszt kapitału	9,6%	9,6%
wartość godziwa na akcję (PLN)	259,7	270,2
cena docelowa za 9M (PLN)	278,4	289,6

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
suma FCF	724
wartość rezydualna (TV)	12 622
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 801
wartość firmy (EV)	7 525
dług netto	2 077
udziałowcy mniejszościowi	0
wartość firmy na 01/2021	5 449
korekta o wartość pieniądza w czasie	215
obecna wartość godziwa	5 664
ilość akcji (mln)	19,0
wartość firmy na akcję (PLN)	297,92

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DCF	25%	5 664
DDM	25%	4 937
EVA	25%	5 136
porównawcza	25%	4 726
Wycena na akcję		
(PLN)	waga	wycena
DCF	25%	298
DDM & EVA	25%	260
EVA	25%	270
Porównawcza	25%	249
koszt kapitału 9M		7,2%
cena docelowa za 9M (PLN)		288,46

GPW

trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Lipiec i sierpień przeniosły wakacyjne rozprężenie widoczne w niższych obrotach na rynku głównym, wrzesień pokazał jednak, że to nie był początek nowego trendu. Niezaprzeczalnym faktem natomiast jest, że obroty na New Connect mocno się cofnęły z poziomów widocznych w szczycie pandemii i choć nadal są wyższe niż przed pandemią to nie kontrybuują już tak mocno jak to miało miejsce w 2020 roku. W 1H GPW zrobiła 53% naszej rocznej prognozy, więc nie zamierzamy korygować naszych prognoz na 2021 rok, zwłaszcza w obliczu słabszych obrotów w 3Q. Ciekawsze perspektywy malują się jednak na rok 2022. Po pierwsze sprawa zniesienia obliża giełdowego na energię elektryczną wypadła z debaty publicznej, przez co zaczynamy powoli wątpić, czy zapowiadana zmiana przepisów w ogóle dojdzie do skutku. Po drugie GPW zamierza wprowadzić rynek Global Connect, czyli możliwość handlu akcjami największych europejskich i amerykańskich blue chipów w czasie trwania polskiej sesji, przy kwotowaniu w PLN. GPW chciałaby wystartować z Global Connect jeszcze pod koniec grudnia (zależać to będzie od zgody KNF) i ocenia potencjał Global Connect na poziomie tego co dzisiaj pokazuje New Connect. Po trzecie jeden z projektów, czyli TCA tool jest gotowy do komercjalizacji i możliwe, że GPW zacznie pokazywać jakieś przychody z tego tytułu. Na podstawie powyższych utrzymujemy naszą rekomendację trzymaj z ceną docelową 44,48 PLN, z zaznaczeniem, że patrzymy na ten walor nieco bardziej przychylnym okiem niż jeszcze kilka miesięcy temu.

cena bieżąca	43,56 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	44,48 PLN	+2,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,48 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
ticker	GPW PW	zmiana 1M	-0,5%	-0,0%
ISIN	PLGPW0000017	zmiana YTD	+0,8%	-25,1%
liczba akcji (mln)	42,0	średni obrót 1M	2,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 828,3	średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 656,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-6,4%
free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	336	404	396	388	388
EBITDA	188	220	220	208	207
marża EBITDA	56,0%	54,4%	55,5%	53,7%	53,5%
EBIT	156	188	187	174	172
zysk netto	119	151	158	149	146
P/E	15,3	12,1	11,6	12,3	12,6
P/BV	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA	9,5	7,6	7,5	7,8	7,7
DPS	3,18	2,40	2,50	2,60	2,70
DYield	7,3%	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży	336	404	396	388	388
rynek finansowy	185	256	257	253	249
z czego obrót akcjami	94	87	151	151	145
pozostałe	169	106	102	104	0
rynek towarowy	150	144	137	133	137
z czego obsługa obrotu	79	75	72	67	64
pozostałe	69	65	66	72	0
pozostałe przychody	1	3	2	2	2
EBIT	156	188	187	174	172
EBITDA	188	220	220	208	207
udział w zyskach jednostek	11	16	14	13	12
wynik na działalności finans.	-17	-15	-5	-3	-3
zysk brutto	150	189	196	185	181
podatek dochodowy	-31	-38	-38	-36	-36
zysk netto	119	151	158	149	146

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(PLN)	PLN	%
Etap I (2021-23)	6,98	17%
Etap II (2024-30)	13,16	32%
wartość rezydualna	20,72	51%
wartość godziwa	40,86	100%
CoE (%)	8,5%	
cena docelowa za 9M (PLN)	43,46	

Podsumowanie modelu DCF

(mln PLN)	wartość
wartość rezydualna	1 706
zdyskontowana wartość rezydualna	736
zdyskontowana wartość FCF w okresie	884
dług netto	-175
udziały w spółkach	0
wartość firmy	1 795
liczba akcji (mln)	42
wartość godziwa na akcję (PLN)	42,77
CoE (%)	8,5%
cena docelowa za 9M (PLN)	45,50

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 257	1 362	1 412	1 450	1 482
aktywa trwałe	586	589	617	624	624
aktywa obrotowe	671	773	795	826	857
zob. i kapitały	1 257	1 362	1 412	1 450	1 482
zob. długoterminowe	284	281	280	280	279
zob. krótkoterminowe	100	156	155	154	154
kapitały własne	873	924	977	1 017	1 049

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	15,6	12,3	11,8	12,6	12,8
P/BV	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8
P/S	5,6	4,6	4,7	4,8	4,8
EV/EBITDA	9,7	7,7	7,7	8,0	7,9
DYield	7,4%	5,4%	5,6%	5,8%	6,1%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
wycena DDM	50%	40,86
wycena DCF	50%	42,77
cena wynikowa		41,81
cena docelowa za 9 m-cy		44,48

Analiza scenariuszowa

scenariusz	wycena	różnica
bazowy	44,48	-
optymistyczny	48,19	+8,3%
pesymistyczny	40,19	-9,6%

Chemia

Ciech

trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące ceny gazu, węgla koksowego oraz certyfikatów CO2 mocno psują perspektywy wyników w 2H2'21 oraz w 2022 roku. Aby je zrekomensować ceny sody w 2022 roku musiałyby wzrosnąć w blisko dwucyfrowym tempie, co naszym zdaniem przy niskim kursie TRY (konkurencja producentów z Turcji) oraz rosnących kosztach energii dla hut szkła (główny klient Ciech) jest mało prawdopodobne. Ryzykiem jest nawet spadek wyników finansowych w 2022 roku, co naszym zdaniem ciężko będzie zachowaniu kursu w nadchodzących miesiącach. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Ciech oraz nie zmieniamy naszej wyceny (47,47 PLN/akcja).

cena bieżąca

40,00 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

47,47 PLN

+18,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	47,47 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
ticker	CIE PW	zmiana 1M	-19,4%	-18,8%
ISIN	PLCIECH00018	zmiana YTD	+37,0%	+11,1%
liczba akcji (mln)	52,7	średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 108,0	średni obrót 6M		3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 677,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-1,5%
free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 549	2 976	3 323	3 528	3 575
EBITDA skor.	654	604	659	704	708
marża EBITDA	18,4%	20,3%	19,8%	20,0%	19,8%
EBIT skor.	344	266	294	324	313
zysk netto skor.	179	142	195	222	215
P/E skor.	11,7	14,9	10,8	9,5	9,8
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	5,5	6,1	5,6	5,0	4,9
DPS	0,00	0,00	3,00	2,67	2,94
DYield	0,0%	0,0%	7,5%	6,7%	7,4%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2021P	
EBITDA adj.		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto adj.		0,0%	0,0%	0,0%	
soda (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
soda Ciech (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
soda vol (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
gaz ziemny (PLN/m3)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA soda	488	507	559	590	598
EBITDA organika	72	76	139	96	90
EBITDA krzemiany	40	47	48	61	62
EBITDA pozostałe	-34	-48	-39	-42	-42
EBITDA norm.	654	604	659	704	708
przepływy oper.	532	767	682	666	654
amortyzacja	310	339	365	380	396
kapitał obrotowy	56	354	38	22	5
przepływy inw.	-407	-834	-458	-345	-366
CAPEX	385	708	458	345	366
przepływy fin.	-17	216	-304	-284	-296
dywidenda/buyback	0	0	-158	-141	-155
FCF	171	167	224	321	288
FCF/EBITDA	30%	28%	32%	46%	41%
CFO/EBITDA	92%	130%	96%	95%	92%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	5 046	5 708	5 991	6 050	6 027
aktywa trwałe	3 734	4 251	4 513	4 478	4 450
kapitał własny	1 978	2 121	2 197	2 278	2 338
udział mniejszości	-1	-2	-2	-2	-2
dług netto	1 490	1 597	1 572	1 435	1 344
dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,7	2,2	2,0	1,9
dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,8	5,6	4,2	4,4	4,5	4,0
maksimum	38,7	23,2	18,3	13,8	12,5	11,7
mediana	10,9	10,6	10,3	7,7	7,2	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
soda (EUR/t)	244	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254
soda Ciech (PLN/t)	931,0	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9
soda vol (tys. ton)	1 470	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550
przychody	3 323	3 528	3 575	3 610	3 635	3 661	3 688	3 716	3 745	3 775	3 806
EBITDA	708	704	708	700	682	706	732	712	693	680	675
marża EBITDA	21,3%	20,0%	19,8%	19,4%	18,8%	19,3%	19,8%	19,2%	18,5%	18,0%	17,7%
EBIT	343	324	313	296	289	324	367	356	340	323	315
podatek	63	60	59	55	54	62	72	70	66	63	61
CAPEX	-458	-345	-366	-389	-406	-406	-357	-349	-350	-356	-360
kapitał obrotowy	38	22	5	4	3	3	3	3	3	3	3
FCF	224	321	288	259	224	241	306	296	280	265	259
PV FCF	215	288	241	202	163	163	193	174	152	134	
WACC	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 926
dług netto	1 597
inne korekty	-202
wycena DCF na akcję (PLN)	48,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	40,98
DCF	50%	48,33
cena wynikowa		44,66
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		47,47

Grupa Azoty sprzedaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Eksplzja cen gazu ziemnego wywierają znaczną presję na rentowność segmentu nawozów. W efekcie część z europejskich producentów (Yara) decyduje się na ograniczenie produkcji amoniaku. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że już obecnie ceny nawozów w relacji do cen zbóż znajdują się na wysokich poziomach, co utrudniać będzie dalszy wzrost cen. Dodatkowo spółka w najbliższych latach będzie się musiała zmierzyć z wysokimi cenami certyfikatów CO2 (w latach 2020-2022 koszt uprawnień wzrośnie dwukrotnie o ponad 300 mln PLN). Widzimy poważne ryzyko dalszej erozji marży w 2022 roku, po tym jak na przełomie 2021/22 roku oddana do użytku będzie instalacja konkurencyjnego Anwil zwiększająca o 50% moce w nawozach azotowych (z 966 tys. ton do 1 461 tys. ton rocznie). Nie zmieniamy naszej rekomendacji sprzedaj dla Grupy Azoty oraz ceny docelowej (20,97 PLN/akcja).

cena bieżąca

29,90 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

20,97 PLN

-29,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	20,97 PLN	2021-08-04

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
ticker	ATT PW	zmiana 1M	+0,5%	+1,1%
ISIN	PLZATRM00012	zmiana YTD	+8,9%	-17,0%
liczba akcji (mln)	99,2	średni obrót 1M	3,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 965,9	średni obrót 6M	3,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 226,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	+26,5%
free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 308	10 525	13 521	12 688	13 233
EBITDA skor.	1 496	1 038	1 159	926	1 096
marża EBITDA	13,2%	9,9%	8,6%	7,3%	8,3%
EBIT skor.	685	272	374	115	-12
zysk netto skor.	431	82	166	-52	-143
P/E skor.	6,9	36,2	17,9	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	4,3	7,9	8,0	11,4	9,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA nawozy	965	820	782	646	661
EBITDA tworzywa	66	-32	111	88	55
EBITDA chemia	208	266	313	321	307
EBITDA energetyka	102	98	-186	-275	-210
EBITDA pozostałe	83	169	139	147	145
przepływy oper.	2 033	2 705	1 209	932	1 177
amortyzacja	811	766	785	811	1 107
kapitał obrotowy	636	1 333	72	-20	13
przepływy inw.	-1 186	-2 831	-2 065	-2 029	-487
CAPEX	1 044	3 009	2 065	2 029	487
przepływy fin.	-923	280	-25	914	-690
dywidenda/buyback	0	0	0	0	0
FCF	883	-469	-867	-1 101	686
FCF/EBITDA	62%	-35%	-75%	-119%	63%
CFO/EBITDA	143%	205%	104%	101%	107%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	15 479	18 207	19 449	20 236	19 786
aktywa trwałe	10 705	13 512	14 728	15 951	15 336
kapitał własny	7 036	7 339	7 442	7 389	7 246
udział mniejszości	658	950	961	973	988
dług netto	2 807	4 270	5 300	6 584	6 083
dług netto/EBITDA (x)	197%	323%	457%	711%	555%
dług netto/kap. wł. (x)	40%	58%	71%	89%	84%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	7,6	8,9	7,9	5,3	5,6	5,6
maksimum	16,2	14,7	14,9	9,0	8,4	7,7
mediana	11,2	12,4	12,0	6,2	6,5	6,3
waga	50%	0%	0%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
mocznik (PLN/t)	2 050	1 770	1 757	1 757	1 757	1 757	1 757	1 757	1 766	1 775	1 784
saletra (PLN/t)	1 550	1 391	1 377	1 377	1 377	1 377	1 377	1 377	1 384	1 391	1 399
gaz ziem. (PLN/m3)	1 127	984	984	984	984	984	984	984	984	984	984
przychody	13 521	12 688	13 233	14 613	14 829	14 971	15 116	15 228	15 388	15 549	15 714
EBITDA	1 159	926	1 096	1 458	1 458	1 443	1 438	1 424	1 367	1 396	1 423
marża EBITDA	8,6%	7,3%	8,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,4%	8,9%	9,0%	9,1%
EBIT	374	115	-12	383	432	453	455	431	374	398	425
podatek	33	-22	-64	4	17	25	28	26	16	21	27
CAPEX	-2 065	-2 029	-487	-720	-753	-821	-841	-885	-943	-993	-998
kapitał obrotowy	72	-20	13	33	5	3	3	3	4	4	4
FCF	-867	-1 101	686	767	693	601	573	516	413	388	
PV FCF	-846	-1 017	602	619	527	430	385	325	243	214	210
WACC	5,9%	5,7%	5,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	5 837,7
dług netto	2 601,6
inne korekty	-657,6
wycena DCF na akcję (PLN)	25,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	13,45
DCF	50%	25,99
cena wynikowa		19,72
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		20,97

Surowce

JSW

kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyraźnie wzrosty cen węgla koksującego (obecnie w Australii 400 USD/t) implikują, że naszym zdaniem oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy wzrośnie do ~ 930 mln PLN w 3Q'21 oraz ponad 1,1 mld PLN w 4Q'21. Rynek cytuję problemy produkcyjne w Australii, a w efekcie niedobory względem oferowanego popytu. To również pozwala z większym optymizmem spojrzeć na 2022 rok, kiedy Grupa powinna uruchomić wydobycie z wysoko gatunkowego złoża Bzie-2 oraz skorzystać z oszczędności z przekazania ruchu Jastrzębie do SRK (około 200 mln PLN oszczędności rocznie). Mimo znacznych inwestycji oczekujemy, że Grupa wygeneruje pozytywny przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2H'21, a w 2022 roku na bilansie znów pojawi się gotówka netto (zakładamy 770 mln PLN). Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla JSW oraz ceny docelowej (62,42 PLN/akcja).

cena bieżąca

57,68 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

62,42 PLN

+8,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	62,42 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane	JSW PW	vs. WIG
ticker	JSW PW	zmiana 1M +18,0% +18,6%
ISIN	PLJSW0000015	zmiana YTD +122,3% +96,4%
liczba akcji (mln)	117,4	średni obrót 1M 85,5 mln PLN
MC (mln PLN)	6 772,3	średni obrót 6M 39,5 mln PLN
EV (mln PLN)	7 516,6	EV/EBITDA 12M fwd 2,0 -26,7%
free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg 2,7 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	8 672	6 989	10 275	10 710	10 069
EBITDA skor.	1 839	-400	2 105	3 320	2 519
marża EBITDA	21,2%	-5,7%	20,5%	31,0%	25,0%
EBIT skor.	806	-1 505	947	2 018	1 188
zysk netto skor.	548	-1 348	662	1 534	864
P/E skor.	12,4	-	10,2	4,4	7,8
P/BV	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	3,2	-	3,6	1,9	2,6
DPS	1,71	0,00	0,00	0,00	6,53
DYield	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel koksowy (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
koks (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
prod. węgla (tys. t)	14 762	14 385	14 144	15 370	17 050
prod. w. koks. (tys. t)	10 208	11 062	11 310	12 296	13 640
udział węgla koks. (%)	1	1	1	1	1
prod. w. ener. (tys. t)	4 554	3 323	2 834	3 074	3 410
prod. koks. (tys. t)	3 170	3 331	3 633	3 700	3 500
przepływy oper.	1 538	355	2 195	2 902	2 092
amortyzacja	1 034	1 105	1 158	1 302	1 332
kapitał obrotowy	-162	126	485	-29	-179
przepływy inw.	-2 261	-1 811	-1 870	-1 670	-1 400
CAPEX	2 181	2 047	1 870	1 670	1 400
przepływy fin.	-180	1 442	-120	-114	-877
dywidenda/buyback	-201	0	0	0	-767
FCF	-691	-2 002	617	1 259	736
FCF/EBITDA	-38%	500%	29%	38%	29%
CFO/EBITDA	84%	-89%	104%	87%	83%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	14 926	15 031	15 856	17 518	17 426,14
aktywa trwałe	10 391	11 027	11 738	12 125	12 229,21
kapitał własny	8 463	6 920	7 353	8 886	8 983,351
udział mniejszości	388	397	397	397	396,8
dług netto	-1 252	553	347	-770	-584,857
dług netto/EBITDA (x)	-68%	-138%	17%	-23%	-23%
dług netto/kap. wł. (x)	-15%	8%	5%	-9%	-7%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,5	4,7	5,3	1,6	1,5	1,5
maksimum	52,4	83,4	82,5	59,9	7,9	7,7
mediana	15,1	7,6	8,0	8,8	4,6	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P +
w. koksowy (USD/t)	162	171	157	152	152	152	152	152	152	152
w. energet. (PLN/t)	225	263	263	263	263	263	263	263	263	263
koks (USD/t)	346	371	289	274	274	274	274	274	274	274
przychody	10 275	10 710	10 069	10 085	9 961	9 955	9 957	9 959	9 961	9 964
EBITDA	1 822	3 320	2 519	2 498	2 341	2 241	2 125	2 007	1 958	1 841
marża EBITDA	17,7%	31,0%	25,0%	24,8%	23,5%	22,5%	21,3%	20,2%	19,7%	18,5%
EBIT	664	2 018	1 188	1 158	986	876	759	642	584	457
podatek	103	362	205	199	171	154	132	110	99	74
CAPEX	-1 870	-1 670	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
kapitał obrotowy	485	-29	-179	19	-25	-8	-7	-7	-3	-8
FCF	617	1 259	736	918	746	679	586	490	456	358
PV FCF	605	1 137	613	704	527	442	352	271	233	168
WACC	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0%
zdyskontowana wartość FCF	5 052,6
dług netto	552,7
inne korekty	396,8
wycena DCF na akcję (PLN)	47,15

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	70,27
DCF	50%	47,15
cena wynikowa		58,71
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		62,42

KGHM**trzymaj (bez zmian)**

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Spadek aktywności gospodarczej w Chinach (PMI we wrześniu spadł do 49 pkt) negatywnie przekłada się na import netto miedzi (w VI'21 -16% r/r i VII'21 -21% r/r). W kolejnych trzech miesiącach baza porównawcza importu wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, a kolejne spadki r/r nie będą poprawiać sentymentu do metalu (Chiny to ponad 50% światowej konsumpcji miedzi). Dodatkowo Cochilco (Chile) zakłada, że podaż miedzi w 2022 roku będzie rosła szybciej niż popyt, co przełoży się na nadpodaż surowca wobec lekkiego deficytu w 2021 roku. Niestety również nasze oczekiwania odnośnie problemów po stronie produkcji w efekcie negocjacji placowych w Chile nie materializują się, a transmisja wariantu Delta COVID-19 wydaje się być słabsza niż wcześniej zakładano (spada prawdopodobieństwo zakłóceń po stronie podaży). W obliczu realnego „taperingu” w USA w 2022 roku widzimy ryzyko dla kształtowania się cen miedzi i metali szlachetnych. Wyzwaniem na 2022 rok są również rosnące koszty energii elektrycznej (+335 mln PLN) oraz płac (+270 mln PLN). W obliczu słabszych oczekiwanych r/r wyników w 2022 roku zakładamy, że dywidenda z zysku za 2021 rok wyniesie jedynie 5 PLN/akcja. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (158,27 PLN) oraz rekomendacji (trzymaj).

cena bieżąca

150,15 PLN

potencjał zmiany**cena docelowa**

158,27 PLN

+5,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	158,27 PLN	2021-10-01

Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
ticker	KGH PW	zmiana 1M	-17,0% -16,4%
ISIN	PLKGHM000017	zmiana YTD	-17,3% -43,2%
liczba akcji (mln)	200,0	średni obrót 1M	107,1 mln PLN
MC (mln PLN)	30 030,0	średni obrót 6M	103,0 mln PLN
EV (mln PLN)	30 601,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,5 -21,1%
free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 101	27 914	29 330
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 091	6 506	7 202
marża EBITDA	23,0%	28,0%	31,4%	23,3%	24,6%
EBIT skor.	3 309	4 660	7 700	4 120	4 906
zysk netto skor.	1 817	2 126	5 159	2 749	3 329
P/E skor.	16,5	14,1	5,8	10,9	9,0
P/BV	1,5	1,4	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	7,1	5,3	3,0	4,6	3,9
DPS	0,00	0,00	0,94	3,13	5,16
DYield	0,0%	0,0%	0,6%	2,1%	3,4%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
miedź (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
srebro (USD/oz)		0,0%	0,0%	0,0%	
molibden (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
prod. miedź (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
prod. srebro (ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
prod. molibden (mln lb)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	418	413	385	382	382
Cu KGHM Int (tys. ton)	77	67	75	75	73
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	60	82	95	96	95
Ago Grupa (ton)	1 417	1 352	1 302	1 234	1 235
Au Grupa (tys. troz)	220	189	156	156	153
przepływy oper.	5 048	5 656	7 583	4 891	5 904
amortyzacja	1 920	1 963	2 391	2 387	2 296
kapitał obrotowy	1 227	1 172	12	-391	132
przepływy inw.	-3 643	-3 661	-2 806	-3 049	-2 333
CAPEX	3 336	3 675	2 806	3 049	2 333
przepływy fin.	-1 346	-489	-447	-1 147	-1 796
dywidenda/buyback	0	0	-300	-1 000	-1 650
FCF	2 298	3 258	5 334	1 839	3 568
FCF/EBITDA	50%	72%	53%	28%	50%
CFO/EBITDA	97%	85%	75%	75%	82%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	39 409	42 780	52 458	52 650	54 856
aktywa trwałe	31 669	34 047	36 258	36 920	36 957
kapitał własny	20 110	20 992	27 521	29 271	30 950
udział mniejszości	92	89	89	89	89
dług netto	6 857	4 813	482	-213	-1 988
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,1	0,0	0,0	-0,3
dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	4,6	6,0	6,0	0,9	0,6	1,3
maksimum	37,8	14,6	17,5	7,0	8,0	8,2
mediana	8,8	7,1	9,6	4,4	4,0	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
miedź (USD/t)	9 300	8 500	9 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
srebro (USD/oz)	25,5	20,0	21,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
molibden (USD/t)	35 000	26 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000
przychody	32 101	27 914	29 330	32 032	31 771	29 956	29 897	29 851	29 695	29 551	29 560
EBITDA	10 091	6 506	7 202	8 535	8 160	7 295	7 099	6 902	6 650	6 276	6 232
marża EBITDA	24,0%	14,8%	16,7%	19,7%	18,7%	16,7%	15,9%	15,5%	14,8%	13,6%	13,4%
EBIT	7 700	4 120	4 906	6 294	5 929	5 003	4 760	4 621	4 381	4 013	3 975
podatek	1 963	1 227	1 434	1 819	1 747	1 569	1 520	1 492	1 440	1 364	1 357
CAPEX	-2 806	-3 049	-2 333	-2 258	-2 258	-2 258	-2 258	-2 258	-2 258	-2 258	-2 258
kapitał obrotowy	12	-391	132	253	-24	-170	-6	-4	-15	-13	1
FCF	5 334	1 839	3 568	4 711	4 131	3 299	3 316	3 148	2 938	2 641	2 619
PV FCF	5 228	1 661	2 970	3 614	2 921	2 150	1 991	1 743	1 499	1 242	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	25 017
dług netto	5 113
inne korekty	548
wycena DCF na akcję (PLN)	174,69

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	123,07
DCF	50%	174,69
cena wynikowa		148,88
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		158,27

Paliwa

Lotos

kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Podtrzymujemy założenie stopniowej poprawy rentowności w sektorze rafineryjnym i Lotos pozostaje w regionie najlepszą ekspozycją na taki scenariusz. Ważna dla koncernu jest w szczególności widoczna odbudowa cracków na średnich destylatach (kontynuacja powrotu pełnej mobilności i ruchu lotniczego), co rozszerza spread na instalacji DCU. Lotos nadal też korzysta na rekordowych marżach na olejach bazowych, których pozytywny wpływ był widoczny w wynikach 2Q (w tym kontekście pozytywnie odbieramy też ogłoszoną inwestycję w instalację HBO). W obecnych warunkach ważne jest też to, że Spółka jest „zabezpieczona” przed wysokimi cenami gazu poprzez własne wydobywanie, co zapowiada bardzo dobre drugie półrocze i obiecujące perspektywy na 2022 rok. Dodatkowo dostrzegamy też ryzyko dla fuzji z PKN, gdyż zaproponowany kształt uchwał na zbliżające się WZA może być „chłodno” przyjęty przez akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu (ryzyko utraty kontroli nad procesem), a zgoda na sprzedaż aktywów wymaga 4/5 głosów. Zablokowanie tego procesu byłoby w naszej opinii pozytywne dla kursu Lotosu, gdyż przywróciłoby dawny profil inwestycyjny, pozytywnie skorelowany z obecnymi trendami makro i uwagę inwestorów skierowałoby na wysoki FCF yield i mocny bilans. Nasza rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

cena bieżąca

59,50 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

67,20 PLN

+12,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	67,20 PLN	2021-08-04

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
ticker	LTS PW	zmiana 1M	+2,1%	+2,6%
ISIN	PLLOTOS00025	zmiana YTD	+43,5%	+17,7%
liczba akcji (mln)	184,9	średni obrót 1M	14,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 000,0	średni obrót 6M	18,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 484,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-
free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	29 493	20 909	28 115	26 646	27 060
EBITDA	2 879	-307	3 607	2 604	3 063
marża EBITDA	9,8%	-1,5%	12,8%	9,8%	11,3%
EBIT	1 970	-1 397	2 544	1 447	1 933
zysk netto	1 153	-1 146	1 710	842	1 299
P/E	9,5	-	6,4	13,1	8,5
P/BV	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,8	-	3,7	4,7	3,7
DPS	3,00	1,00	0,00	3,00	3,00
DYield	5,0%	1,7%	0,0%	5,0%	5,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	2 852	1 726	2 547	2 892	3 063
upstream	621	469	887	1 018	901
rafineria	1 965	1 021	1 427	1 637	1 919
detal	259	253	232	238	243
EV/EBITDA LIFO skor.	4,4	6,7	4,8	3,8	3,3
efekt LIFO	-141	-740	760	-288	0
inne zd. jednorazowe	168	-1 293	300	0	0
saldo finansowe	-278	-256	-291	-178	-149
przerób ropy mln ton	10,7	10,2	10,0	10,7	10,7
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,5	3,5	5,2	5,8	6,8
detal EBITDA/tonę	156	163	140	143	146
upstream \$ EBITDA/boe	21,4	16,2	38,7	36,3	36,8
wydobycie w mboe/d	20,7	20,3	16,9	21,3	18,6
gaz	10,9	10,1	7,4	5,5	4,1
ropa	9,8	10,2	9,4	15,8	14,5

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	3,5	5,6	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	26 814	25 132	25 717	25 724	24 288	25 738	24 301	25 750	24 325	25 785	25 785
EBITDA	2 500	1 586	2 162	2 051	1 920	1 908	1 903	1 889	1 876	1 862	1 862
marża EBITDA	9,3%	6,3%	8,4%	8,0%	7,9%	7,4%	7,8%	7,3%	7,7%	7,2%	7,2%
EBIT	1 715	777	1 348	1 204	1 169	1 142	1 124	1 098	1 075	1 045	1 045
podatek	326	148	256	229	222	217	214	209	204	198	198
CAPEX	-592	-620	-727	-727	-692	-727	-692	-727	-692	-727	-817
kapitał obrotowy	-1 944	822	-146	2	121	53	-35	48	-37	46	0
FCF	-362	1 640	1 033	1 098	1 126	1 018	962	1 002	942	982	846
PV FCF	-350	1 471	853	836	791	659	574	551	477	459	
WACC	7,7%	8,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 130	2 870	1 307	3 278	2 655
CFO/EBITDA LIFO skor.	75%	166%	51%	113%	87%
CAPEX	805	895	1 211	1 035	946
kapitał obrotowy	5 523	3 554	5 497	4 675	4 821
kapitał własny	12 715	11 574	13 368	13 655	14 399
dług netto	2 900	1 928	2 485	1 200	421
dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,1	1,0	0,4	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,2	4,9	4,1	2,3	2,5	2,5
maksimum	37,2	27,6	21,8	20,6	17,4	14,5
mediana	8,6	8,7	8,7	5,6	4,7	4,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	11 586
dług netto	1 928
Petrobaltic	2 652
wycena DCF na akcję (PLN)	66,59

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	59,84
DCF	50%	66,59
cena wynikowa		63,21
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		67,20

MOL akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W obecnym otoczeniu kolejnych rekordów na cenach węglowodorów i poprawiającej się marżowości w rafinerii, podwyższone niedawno przez nas prognozy CCS EBITDA na ten rok stają się powoli zbyt konserwatywne (implikowany EV/EBITDA <4,0). Przypominamy, że Spółka nie zabezpiecza cen ropy, a w przypadku gazu 1/3 wolumenu daje pełną ekspozycję na obecne hiperboliczne wzrosty notowań (1/3 sprzedaży jest regulowana a pozostała 1/3 opiera się na stałych cenach). Nawet przy dość konserwatywnych założeniach makro FCFE yield na kolejne lata szacujemy na około 8%, co zapewnia co najmniej utrzymanie dotychczasowego poziomu stopy dywidendy >4%. Tymczasem oczekiwane bardzo dobre wyniki 3Q'21 mogą być katalizatorem wzrostu konsensusu. Nie jest też wykluczone, że rynek zacznie dyskontować dłuższe utrzymanie się cen ropy i gazu na obecnych poziomach, co będzie windować szacunki na rok 2022. Biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty kursu akcji, obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

cena bieżąca
cena docelowa

2 688 HUF

potencjał zmiany

2 816 HUF

+4,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	2 816 HUF	2021-10-07	
poprzednia	kupuj	2 816 HUF	2021-07-06	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
ticker	MOL HB	zmiana 1M	+11,5%	+12,1%
ISIN	HU0000153937	zmiana YTD	+28,3%	+2,4%
liczba akcji (mln)	779,3	średni obrót 1M	2 738,3 mln HUF	
MC (mln PLN)	2 094 834,5	średni obrót 6M	2 007,4 mln HUF	
EV (mln PLN)	3 313 233,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-14,0%
free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	5 267	4 011	5 259	4 940	5 079
EBITDA	685	579	846	660	757
marża EBITDA	13,0%	14,4%	16,1%	13,4%	14,9%
EBIT	294	67	361	175	268
zysk netto	223	-16	251	114	191
P/E	9,4	-	8,3	18,4	11,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,3	5,7	3,9	5,0	4,2
DPS	142,44	0,00	97,36	102,65	102,65
DYield	5,3%	0,0%	3,6%	3,8%	3,8%
zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	709	630	801	677	757
upstream	305	210	384	299	273
rafineria	169	149	102	146	205
detal	83	81	159	69	112
petchem	137	156	153	162	168
gaz	54	62	42	42	42
koszty ogólne	-40	-28	-40	-41	-42
EV/EBITDA LIFO skor.	3,8	4,8	3,8	4,5	3,8
efekt LIFO	-20	-62	45	-17	0
inne zd. jednorazowe	-4	12	0	0	0
saldo finansowe	-18	-108	-16	-11	-13
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,6	3,8	2,7	4,0	5,6
upstream \$ EBITDA/boe	28,3	16,8	34,5	29,7	27,9
przerób ropy mln ton	17,5	17,3	17,5	17,5	17,5
wydobycie mboe/d	111,0	120,1	113,7	105,1	102,4

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	2,2	4,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
USD/HUF	292	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287
przychody	4 709	4 487	4 646	4 777	4 899	5 024	5 152	5 284	5 420	5 559	5 559
EBITDA	461	361	484	531	541	545	548	551	552	553	553
marża EBITDA	9,8%	8,0%	10,4%	11,1%	11,1%	10,9%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	10,0%
EBIT	198	80	195	234	261	263	263	260	254	247	224
podatek	38	15	37	44	50	50	50	49	48	47	43
CAPEX	-420	-399	-360	-315	-315	-316	-316	-320	-325	-329	-329
kapitał obrotowy	-135	35	-15	-11	-10	-11	-11	-12	-13	-12	0
FCF	-131	-18	72	161	167	169	171	169	167	165	182
PV FCF	-127	-16	60	124	119	111	103	93	85	77	
WACC	7,5%	7,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	9,0%	9,0%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	704	572	635	658	689
CFO/EBITDA LIFO skor.	99%	91%	79%	97%	91%
CAPEX	596	442	528	499	453
kapitał obrotowy	286	435	570	536	551
kapitał własny	2 151	2 216	2 381	2 405	2 506
dług netto	559	934	929	871	738
dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	1,1	1,3	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,6	5,6	4,4	2,5	2,5	2,7
maksimum	78,9	43,6	21,4	21,1	17,3	14,5
mediana	10,6	9,4	8,4	5,6	4,8	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 763
dług netto i korekty	720
segment wydobywczy	890
wycena DCF na akcję (HUF)	2 481

Wycena

(HUF)	waga	cena
porównawcza	50%	2 799
DCF	50%	2 481
cena wynikowa		2 640
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		2 816

PGNiG akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGNiG jest w ostatnich miesiącach zakładnikiem zapowiedzianej fuzji z PKN (decyzję o akceptacji parytetu w praktyce podejmie Skarb Państwa) i stąd zapewne brak jakiegokolwiek reakcji na bieżące tendencje na rynku gazu. Oczywiście specyfika rozliczeń wewnątrzgrupowych pomiędzy obrotem a wydobyciem ogranicza w perspektywie rocznej wpływ bieżących notowań surowca na skonsolidowany strumień EBITDA (hedging naturalny). Zwracamy jednak uwagę, że nie zmienia to ogólnej wrażliwości wyceny PGN na założenia cen gazu (korelacja jest jednoznacznie pozytywna przy założeniu, że taryfy choć z opóźnieniem to podążają za rynkiem), a dodatkowo od przyszłego roku pokrycie sprzedaży do gospodarstw domowych własną produkcją wyniesie już 134% vs 104% w tym roku (efekt akwizycji Ineos). Należy również pamiętać, iż taryfa G była już w tym roku podnoszona 3-krotnie i aktualny jej poziom (113 PLN/MWh) jest wyraźnie wyższy od średniej dla całego roku (98 PLN/MWh). W tym kontekście nawet jeśli założylibyśmy brak kolejnych podwyżek od stycznia (mało prawdopodobne w kontekście ostatnich wypowiedzi Prezesa URE) to skonsolidowana marża na wolumenie własnym (bez Ineos) wzrośnie r/r o 0,8 mld PLN netto. Dodatkowo należy pamiętać, iż przy obecnych cenach rynkowych (40 EUR/MWh w 1Y FWD) potencjał EBITDA przejętych aktywów sięga 0,7 mld USD rocznie (1,5 mld PLN powyżej naszej bazowej prognozy). Oczywiście w dłuższym terminie trudno zakładać utrzymanie cen na obecnych poziomach (nasze założenie to 18 EUR/MWh), ale mimo wszystko krótkoterminowa perspektywa wygląda bardzo obiecująco. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

cena bieżąca	6,45 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	7,45 PLN	+15,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	7,45 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane		PGN PW	vs. WIG
ticker	PGN PW	zmiana 1M	+2,8% +3,3%
ISIN	PLPGNIG00014	zmiana YTD	+21,0% -4,9%
liczba akcji (mln)	5 778,3	średni obrót 1M	25,3 mln PLN
MC (mln PLN)	37 281,7	średni obrót 6M	26,0 mln PLN
EV (mln PLN)	37 551,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,1 -29,0%
free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	42 023	39 197	52 330	49 339	46 401
EBITDA	5 504	13 009	10 359	10 133	9 852
marża EBITDA	13,1%	33,2%	19,8%	20,5%	21,2%
EBIT	2 448	9 585	6 488	5 673	5 054
zysk netto	1 371	7 340	4 294	3 946	3 592
P/E	27,2	5,1	8,7	9,4	10,4
P/BV	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,4	2,6	3,6	3,6	3,6
DPS	0,11	0,09	0,21	0,22	0,20
DYield	1,7%	1,4%	3,3%	3,5%	3,2%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz EU (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA	5 504	13 009	10 359	10 133	9 852
EBITDA skor.	6 424	8 436	10 534	10 317	10 037
wydobycie	3 972	2 610	6 679	5 325	5 351
obróć	-165	3 227	838	1 871	1 377
dystribucja	2 019	2 128	2 318	2 203	2 354
energetyka	856	930	946	1 171	1 217
pozostałe	-258	-459	-246	-254	-262
saldo finansowe	-289	-560	-44	32	-8
prod. ropy mln ton	1,21	1,33	1,30	1,53	1,39
kraj	0,77	0,71	0,67	0,61	0,62
zagranica	0,44	0,61	0,63	0,92	0,77
prod. gazu mld m3	4,5	4,5	5,8	6,7	6,8
kraj	3,8	3,7	3,8	3,8	4,0
zagranica	0,7	0,8	2,0	2,9	2,8
marża obrót PLN/MWh	-2,9	14,8	2,5	7,7	6,2

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Gaz EU (EUR/MWh)	20,5	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	52 330	49 339	46 401	48 323	48 612	46 109	46 761	46 996	47 174	47 464	47 464
EBITDA	9 826	9 293	8 995	9 623	10 040	10 093	10 346	10 011	9 655	9 356	9 356
marża EBITDA	18,8%	18,8%	19,4%	19,9%	20,7%	21,9%	22,1%	21,3%	20,5%	19,7%	19,7%
EBIT	6 488	5 673	5 054	5 366	5 451	5 222	5 366	4 969	4 575	4 276	4 276
podatek	2 150	1 758	1 454	1 632	1 772	1 701	1 799	1 479	1 167	937	937
CAPEX	-8 037	-5 394	-5 485	-5 657	-5 769	-5 828	-5 736	-5 596	-5 429	-5 273	-5 080
kapitał obrotowy	-1 566	357	350	-229	-34	299	-78	-28	-21	-35	-35
FCF	-1 927	2 498	2 406	2 104	2 465	2 862	2 733	2 909	3 038	3 113	3 305
PV FCF	-1 846	2 195	1 940	1 556	1 672	1 780	1 559	1 523	1 460	1 374	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,6%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	4 938	14 118	6 140	7 998	7 939
CFO/EBITDA	90%	109%	59%	79%	81%
CAPEX	6 069	5 795	8 037	5 394	5 485
kapitał obrotowy	6 059	4 675	6 241	5 885	5 534
kapitał własny	38 108	44 126	47 207	49 865	52 273
dług netto	3 715	-2 914	271	-970	-2 185
dług netto/EBITDA (x)	0,7	-0,2	0,0	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,7	4,5	4,5	2,4	2,4	1,3
maksimum	19,3	17,0	21,0	13,5	13,5	13,2
mediana	11,5	11,1	10,8	6,0	5,7	5,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	2,0%
wzrost FCF po prognozie	2,0%
dyskontowana wartość FCF	35 440
dług netto	-2 914
inne korekty	-7
wycena DCF na akcję (PLN)	6,64

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	33%	8,95
DYield-porównawcza	17%	4,08
DCF	50%	6,64
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		7,45

PKN Orlen redukuje (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W obecnym otoczeniu makro (rekordowe ceny gazu, ropy i CO₂) wyróżnia się raczej negatywnie na tle grupy porównawczej w kontekście oczekiwanych trendów na wynikach w 2H'21 i 2022. Marże petrochemiczne stopniowo słabną i raczej będzie trudno utrzymać takie rentowności w przyszłym roku, podobnie jak marże w segmencie detalicznym (wysokie ceny dla odbiorców końcowych, presja kosztowa). Przypominamy, że aktualne plany inwestycyjne Spółki implikują 4 lata ujemnych przepływów pieniężnych, co także powinno obniżyć relatywną atrakcyjność inwestycyjną. Dodatkowo dostrzegamy też ryzyko dla fuzji z Lotosem, gdyż zaproponowany kształt uchwał na zbliżające się WZA może być „chłodno” przyjęty przez akcjonariuszy mniejszościowych tego koncernu (ryzyko utraty kontroli nad procesem), a zgoda na sprzedaż aktywów wymaga 4/5 głosów. Trudno oczywiście dziś ocenić czy rynek przykłada jakąś premię za tę potencjalną transakcję, ale ewentualne fiasko na tym polu mogłoby zasilać niepewność dla transakcji z PGN, a ta przy obecnych cenach gazu może być bardzo istotna. Rekomendacja redukuje pozostaje bez zmian.

cena bieżąca
cena docelowa

81,56 PLN

potencjał zmiany

70,59 PLN

-13,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	70,59 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
ticker	PKN PW	zmiana 1M	+9,5%	+10,0%
ISIN	PLPKN0000018	zmiana YTD	+50,4%	+24,5%
liczba akcji (mln)	427,7	średni obrót 1M	94,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 884,0	średni obrót 6M	74,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	54 668,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-2,0%
free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	111 203	86 178	100 283	99 180	101 220
EBITDA	8 862	9 071	10 949	8 209	9 741
marża EBITDA	8,0%	10,5%	10,9%	8,3%	9,6%
EBIT	5 365	4 562	5 548	2 201	3 408
zysk netto	4 300	3 313	4 096	1 326	2 212
P/E	8,1	10,5	8,5	26,3	15,8
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,7	5,9	5,0	7,3	6,5
DPS	3,50	1,00	3,50	3,50	3,50
DYield	4,3%	1,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	8 998	8 512	8 433	8 936	9 741
rafineria	2 690	631	-36	894	1 728
petchem	2 200	1 884	2 994	1 794	1 981
detal	3 067	3 288	3 114	3 176	3 253
upstream	331	323	525	423	431
energetyka	1 563	3 279	2 863	3 707	3 438
koszty ogólne	-853	-893	-1 027	-1 058	-1 089
EV/EBITDA LIFO skor.	4,5	6,3	6,4	6,6	6,5
efekt LIFO	-131	-2 374	1 920	-727	0
inne zd. jednorazowe	-5	2 933	597	0	0
saldo finansowe	-11	-1 035	-475	-549	-662
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	2,8	0,7	0,0	1,1	2,1
detal EBITDA/tonę	312	371	330	307	308
przerób ropy mln ton	33,9	29,5	31,1	31,9	31,9
prod. petch. (tys. ton)	2 665	2 458	2 400	2 668	2 668

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	29P
marża+dyferencjał	3,3	4,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
marża petchem	504	310	310	350	350	350	350	350	350	350	350,3
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	100 283	99 180	101 220	102 440	103 512	104 536	105 583	106 653	107 667	108 701	108 701
EBITDA	10 949	8 209	9 741	10 225	11 226	11 382	11 500	11 611	11 719	11 836	11 836
marża EBITDA	10,9%	8,3%	9,6%	10,0%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
EBIT	5 548	2 201	3 408	2 754	3 829	4 087	4 446	4 745	4 980	5 046	5 778
podatek	1 054	418	648	523	727	776	845	902	946	959	1 098
CAPEX	-9 117	-10 710	-10 677	-10 097	-7 556	-6 338	-5 995	-6 031	-6 052	-6 058	-6 058
kapitał obrotowy	399	-330	-274	-317	-888	-486	-226	-115	-113	-120	-120
FCF	1 177	-3 249	-1 858	-713	2 054	3 782	4 434	4 563	4 607	4 699	4 560
PV FCF	1 137	-2 940	-1 576	-568	1 535	2 649	2 908	2 798	2 637	2 508	
WACC	7,1%	6,8%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,3%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	9 319	7 620	10 387	7 568	8 948
CFO/EBITDA LIFO skor.	104%	90%	123%	85%	92%
CAPEX	4 450	7 565	9 117	10 710	10 677
kapitał obrotowy	9 611	7 893	7 494	7 824	8 098
kapitał własny	38 596	42 174	44 788	44 632	45 363
dług netto	6 446	18 305	19 007	24 196	28 084
dług netto/EBITDA (x)	0,7	2,0	1,7	2,9	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	4,6	6,2	5,8	2,5	2,5	2,7
maksimum	36,0	43,6	21,4	21,1	17,3	16,7
mediana	10,8	10,7	9,6	6,5	5,5	5,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	49 921
dług netto	16 907
inne korekty	-777
wycena DCF na akcję (PLN)	72,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	60,14
DCF	50%	72,66
cena wynikowa		66,40
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		70,59

Energetyka

CEZ

akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 kamil.klisczcz@mbank.pl

Galopujące ceny energii napędzane zarówno CO₂ jak i notowaniami węgla oraz gazu to otoczenie bardzo sprzyjające dla czeskiego koncernu, gdyż niski wskaźnik emisji (<0,3 t/MWh) i integracja pionowa wytwarzania pozwala na wzrost modelowej marży. Ten efekt będzie stopniowo widoczny w wynikach CEZ w kolejnych latach z/w na politykę zabezpieczeń (obecnie ekspozycja na rok 2022 jest już zabezpieczona w 75%, ale na rok 2023 to już tylko 42%). Zwracamy uwagę, że obecny rynek terminowy pozwala na zabezpieczanie sprzedaży w horyzoncie 2-3 lat na poziomie ~80 EUR/MWh, podczas gdy tegoroczny hedging to około 47 EUR/MWh. Aplikując nowy bardziej optymistyczny scenariusz (10% niższy od krzywej terminowej) podnosimy nasze prognozy EBITDA'22-23 o 5%/18%, a wycenę do 825,37 CZK, ale obniżamy rekomendację do akumuluj ze względu na wzrost kursu YTD o ~70% (wraz z dywidendą). Naszym zdaniem konsensus rynkowy na kolejne lata ma znaczny potencjał do rewizji w górę, a implikowany wskaźnik EV/EBITDA'23 (wynik 2023 roku bardziej koresponduje z obecnymi warunkami makro w energetyce) to tylko 6,6x, czyli znacznie poniżej historycznych poziomów. Średni FCF/EV yield w okresie 2021-25 szacujemy na poziomie 6,0% (FCFE yield 6,5%), co pozwoli na dostarczenie w kolejnych latach stopy dywidendy rzędu 6-7%, przy utrzymaniu obecnych bezpiecznych poziomów DN/EBITDA. Wsparciem dla notowań powinna być także zapowiadana szybsza ścieżka odchodzenia od węgla (obecna kontrybucja wytwarzania węglowego do EBITDA to już <10%) i dbałości o ratingi ESG.

cena bieżąca

780,00 CZK

potencjał zmiany

cena docelowa

825,37 CZK

+5,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	825,37 CZK	2021-10-07	
poprzednia	kupuj	722,14 CZK	2021-07-06	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
ticker	CEZ CP	zmiana 1M	+14,0%	+14,6%
ISIN	CZ0005112300	zmiana YTD	+68,5%	+42,6%
liczba akcji (mln)	538,0	średni obrót 1M	265,5 mln CZK	
MC (mln PLN)	419,6	średni obrót 6M	152,1 mln CZK	
EV (mln PLN)	541,5	EV/EBITDA 12M fwd	9,6	+26,9%
free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	206 192	213 737	192 757	183 128	204 462
EBITDA	60 305	64 931	59 023	63 499	74 107
marża EBITDA	29,2%	30,4%	30,6%	34,7%	36,2%
EBIT	26 429	12 585	17 186	34 019	44 468
zysk netto	14 373	5 438	9 473	24 001	32 554
P/E	29,2	77,2	44,3	17,5	12,9
P/BV	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8
EV/EBITDA	9,7	8,7	9,2	8,5	7,2
DPS	23,86	33,67	52,00	35,11	44,62
DYield	3,1%	4,3%	6,7%	4,5%	5,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+1,4%	+4,8%	+17,7%
zysk netto			-47,9%	+11,3%	+39,4%
energia (EUR/MWh)			+20,5%	+29,2%	+13,2%
EUR/CZK			-3,4%	-3,4%	-3,4%
CO2 (EUR/t)			+10,5%	+24,0%	+24,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	61 605	64 931	59 023	63 499	74 107
EBITDA	60 305	64 931	59 023	63 499	74 107
wytwarzanie	29 576	33 918	26 435	33 393	44 838
wydobycie	5 021	3 457	5 374	5 506	3 513
distribucja	20 588	21 540	20 169	18 968	19 658
obrót	3 748	4 650	6 992	5 578	6 038
pozostałe	1 372	1 366	52	54	61
saldo finansowe	-8 018	-4 679	-5 459	-4 387	-4 277
produkcja energii TWh	64,6	60,9	55,5	55,0	54,7
w tym OZE	5,0	5,3	4,7	4,2	4,4
wolumen obrotu TWh	35,6	33,3	25,2	17,2	17,3
dynamika r/r	-5,4%	-6,6%	-24,1%	-31,8%	0,5%
marża obrotu CZK/MWh	105,3	139,8	277,1	324,2	349,2
WRA w mld CZK	121,1	127,6	136,0	137,2	147,8
zwrot na WRA (EBIT)	9,2%	5,4%	9,0%	9,2%	8,7%

Model DCF

(mln CZK)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (EUR/MWh)	75,2	79,9	69,4	68,3	67,6	66,9	66,2	65,5	64,8	64,8	64,8
EUR/CZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
CO2 (EUR/t)	52,5	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
przychody	192 757	183 128	204 462	207 666	214 379	216 965	220 749	224 998	229 770	235 100	235 100
EBITDA	63 359	67 944	78 664	73 409	74 381	74 076	74 116	73 550	73 633	73 754	73 754
marża EBITDA	32,9%	37,1%	38,5%	35,3%	34,7%	34,1%	33,6%	32,7%	32,0%	31,4%	31,4%
EBIT	17 186	34 019	44 468	38 951	40 905	40 364	39 979	38 821	38 167	37 440	37 993
podatek	3 264	6 462	8 446	7 397	7 767	7 663	7 589	7 368	7 243	7 104	7 219
CAPEX	-34 703	-36 796	-37 354	-37 354	-37 092	-35 901	-35 600	-35 707	-35 761	-35 762	-35 762
kapitał obrotowy	-848	-389	863	130	271	105	153	172	193	216	172
FCF	53 287	24 297	33 727	28 788	29 794	30 616	31 080	30 647	30 823	31 105	30 946
PV FCF	51 557	22 205	29 089	23 452	22 922	22 245	21 325	19 858	18 858	17 967	
WACC	5,8%	5,9%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,1%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Bilans i CF

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	42 931	72 157	58 715	60 363	70 375
CFO/EBITDA	71%	111%	99%	95%	95%
CAPEX	29 802	31 558	34 703	36 796	37 354
kapitał obrotowy	70 553	63 471	57 241	54 382	60 717
kapitał własny	250 761	233 871	215 369	220 482	229 036
dług netto	159 987	141 658	120 794	118 942	112 684
dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,2	2,0	1,9	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	25,9	22,6	20,5	12,2	12,1	11,6
maksimum	11,1	11,3	10,6	6,2	5,9	5,8
mediana	15,4	14,7	13,6	9,0	8,9	8,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	685 400
dług netto	159 464
inne korekty	-75 845
wycena DCF na akcję (CZK)	836,62

Wycena

(CZK)	waga	cena
porównawcza	35%	651,45
DYield-porównawcza	15%	835,00
DCF	50%	836,62
koszt kapitału 9M		5,6%
cena docelowa za 9M		825,37

Enea zawieszona (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W tym roku Enea nie błyszczy wynikami na tle swoich najbliższych konkurentów, ale perspektywy na 2023 rok wyglądają tutaj zdecydowanie korzystniej niż dla PGE czy Tauronu. Po pierwsze relatywnie niższy wskaźnik emisji CO₂ pozwoli netto skorzystać na obecnych zwyczajach cen energii w wytwarzaniu, po drugie pojawi się dźwignia na aktywach OZE, szczególnie zielonym bloku (ceny energii i zielonych certyfikatów), a po trzecie koncern najmniej straci w segmencie obrotu (mniejsza skala sprzedaży do gospodarstw domowych i zaniżona baza 2021 roku). Jeśli okaże się, że światowe trendy przynajmniej częściowo wpłyną na ceny węgla na krajowym rynku to dodatkowo zanotujemy wzrost zysków w kopalni Bogdanka. W tych warunkach Enea będzie kontynuować trend obniżania zadłużenia i powinna się dobrze pozycjonować w procesie wyceny aktywów na potrzeby transferu do NABE (oczekujemy, że ten etap się opóźni i wyniki 2022 będą kluczowe). W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, że w większości racjonalnych scenariuszy (powiązanie wyceny aktywów węglowych z ich rentownością) to właśnie Enea ma największy potencjał uwolnienia dodatkowej wartości w przypadku realizacji zapowiadanej transformacji sektora (nawet przy braku wydzielania bloku biomasowego). Rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona.

cena bieżąca

9,43 PLN

cena docelowa

-

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2021-10-07	
poprzednia	zawieszona		2021-06-02	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
ticker	ENA PW	zmiana 1M	-1,6%	-1,1%
ISIN	PLENEA000013	zmiana YTD	+44,2%	+18,3%
liczba akcji (mln)	441,4	średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 160,6	średni obrót 6M		4,2 mln PLN
EV (mln PLN)	11 215,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-12,0%
free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	16 401	18 195	19 051	25 781	27 194
EBITDA	3 338	3 302	3 282	3 561	3 327
marża EBITDA	20,4%	18,1%	17,2%	13,8%	12,2%
EBIT	1 784	-1 706	1 664	1 937	1 709
zysk netto	423	-2 268	1 154	1 305	1 154
P/E	9,8	-	3,6	3,2	3,6
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,6	3,5	3,4	2,5	2,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,59
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-0,8%	+16,1%	+9,0%
zysk netto			+5,1%	+44,8%	+26,4%
energia (PLN/MWh)			0,0%	+11,4%	+18,8%
węgiel (PLN/t)			-2,0%	-2,0%	-2,0%
CO2 (EUR/t)			+10,5%	+24,0%	+24,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 285	3 220	3 282	3 561	3 327
EBITDA	3 338	3 302	3 282	3 561	3 327
wytwarzanie	1 594	1 530	1 285	1 649	1 207
wydobycie	771	470	656	640	623
dystribucja	1 092	1 313	1 282	1 210	1 204
obrót	-50	-15	87	22	244
pozostałe	-70	3	-28	40	48
saldo finansowe	-913	-897	-139	-235	-200
produkcja energii TWh	25,9	22,5	23,6	23,6	23,6
w tym OZE	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
wolumen obrotu TWh	19,3	19,8	21,8	22,0	22,2
dynamika r/r	-5,9%	2,6%	10,0%	1,0%	1,0%
marża obrotu PLN/MWh	-2,6	-0,8	4,0	1,0	11,0
WRA w mld PLN	8,4	8,7	9,0	9,4	9,7
zwrot na WRA (EBIT)	5,9%	7,8%	7,0%	5,8%	5,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 145	3 158	3 017	4 480	3 533
CFO/EBITDA	64%	96%	92%	126%	106%
CAPEX	2 077	2 383	2 270	1 876	1 824
kapitał obrotowy	1 586	1 224	1 282	1 735	1 830
kapitał własny	14 456	12 037	13 070	14 375	15 268
dług netto	6 669	6 403	5 916	3 547	2 299
dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,9	1,8	1,0	0,7

PGE

zawieszona (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

PGE zaskakuje pozytywnie wynikami w tym roku, praktycznie na wszystkich obszarach działalności, ale naszym zdaniem te tendencje odwrócą się w przyszłym roku. Segment wytwarzania ucierpi na spadku CDS dla węgla brunatnego oraz niższych przychodach z rynku mocy (cena kontraktowana w drugiej aukcji była istotnie niższa) i na razie trudno też ocenić czy utrzyma wysokie wykorzystanie mocy (efekt niższej wietrzności, braku Jaworzna, braku importu). W ciepłownictwie pojawi się presja na koszty CO₂, które ze względu na mechanizm taryfowy nie będą przeniesione 1:1 na klientów. W obrocie oczekujemy spadku marż w segmencie komercyjnych odbiorców i strat w taryfie G. Z kolei dystrybucja będzie musiała się zmierzyć z zawyżoną bazą odniesienia (wolumeny powyżej założeń i częściowe kompensaty za rok 2020) oraz możliwym obniżeniem WACC (Zarząd oczekuje tutaj wzrostu, ale wymagałoby to kolejnej nadzwyczajnej korekty metodologii przez URE, który i tak ma kłopot z taryfami na 2022 rok - opłata mocowa w górę, ceny energii i zielonych certyfikatów). Jedynie segment OZE będzie w stanie poprawić wyniki r/r, ale na poziomie skonsolidowanym EBITDA spadnie naszym zdaniem o ~25%. Oczywiście rynek i tak większą wagę przywiązuje do doniesień z „frontu” transformacji, niż wyników finansowych, ale na tym polu również w najbliższych miesiącach przełomu nie oczekujemy. Rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona.

cena bieżąca

9,34 PLN

cena docelowa

-

	rekomen	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2021-10-07	
poprzednia	zawieszona		2021-06-02	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
ticker	PGE PW	zmiana 1M	-4,5%	-4,0%
ISIN	PLPGER000010	zmiana YTD	+43,7%	+17,8%
liczba akcji (mln)	1 869,8	średni obrót 1M	15,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 463,8	średni obrót 6M	22,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	21 794,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-0,6%
free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	37 627	45 766	42 188	57 645	61 566
EBITDA	7 141	5 966	8 833	5 853	6 290
marża EBITDA	19,0%	13,0%	20,9%	10,2%	10,2%
EBIT	-4 175	1 408	4 461	1 468	1 977
zysk netto	-3 961	110	3 484	955	1 341
P/E	-	158,8	5,0	18,3	13,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,1	4,3	2,5	2,8	2,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+11,3%	+9,3%	+5,5%
zysk netto			+92,6%	+130,5%	+42,9%
energia (PLN/MWh)			0,0%	+11,4%	+18,8%
węgiel (PLN/t)			-2,0%	-2,0%	-2,0%
CO ₂ (EUR/t)			+10,5%	+24,0%	+24,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	6 636	6 177	7 896	5 853	6 290
energetyka konw.	2 698	1 905	2 392	1 148	885
ciepłownictwo	926	928	1 142	763	1 231
OZE	519	597	815	1 062	1 121
dystrybucja	2 340	2 331	2 531	2 310	2 317
sprzedaż	181	637	977	515	679
pozostałe	-28	-221	39	54	57
saldo finansowe	-528	-1 094	-81	-268	-224
produkcja energii TWh	58,3	58,1	68,9	68,6	68,9
w tym OZE	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
wolumen obrotu TWh	44,0	40,6	42,3	42,6	43,0
dynamika r/r	3,4%	-7,7%	4,0%	0,8%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	6,4	15,1	23,1	12,1	15,8
WRA w mld PLN	16,9	17,6	18,9	19,3	19,6
zwrot na WRA (EBIT)	6,5%	6,2%	6,9%	5,5%	5,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	6 820	10 256	9 431	10 964	7 322
CFO/EBITDA	103%	166%	119%	187%	116%
CAPEX	6 907	5 930	5 414	5 264	5 884
kapitał obrotowy	7 818	6 578	6 352	8 360	8 878
kapitał własny	42 289	42 518	46 002	46 956	47 820
dług netto	10 995	7 220	3 284	-2 148	-2 884
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,4	-0,4	-0,5

Polenergia kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyższe ceny energii i zielonych certyfikatów jakie przyjęliśmy w zaktualizowanym scenariuszu dla sektora to czynniki mocno wspierające wycenę i prognozy dla Polenergii. Flota farm wiatrowych oparta o „stary” system wsparcia jest bardzo wrażliwa na te parametry (wolumen 0,7 TWh), choć efekt będzie widoczny raczej od roku 2023 z/w na realizowaną politykę zabezpieczeń. Uwzględniając bardziej optymistyczne ścieżki cenowe, lepsze od oczekiwań wyniki w segmencie obrotu (kliencie strategiczni, optymalizacja pracy ENS) oraz wyjątkowo mocny wynik ENS w tym roku podnosimy naszą wycenę do 85,94 PLN i zmieniamy rekomendację z trzymaj do kupuj. Cena docelowa bierze już pod uwagę rozwodnienie z zapowiadanej emisji 21,4 milionów akcji po cenie 47 PLN. Nadal projekt offshore uwzględniamy tylko po wartości księgowej poniesionych nakładów (teoretyczna wartość NPV przy ogłoszonej cenie referencyjnej to dodatkowo około ~10 PLN/akcję), a mimo tego wskaźnik EV/EBITDA'23 spada do ~10x.

cena bieżąca
cena docelowa

70,60 PLN

potencjał zmiany

85,94 PLN

+21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	85,94 PLN	2021-10-07	
poprzednia	trzymaj	78,59 PLN	2021-06-02	
Podstawowe dane			PEP PW	vs. WIG
ticker	PEP PW	zmiana 1M	-5,2%	-4,7%
ISIN	PLPLSEP00013	zmiana YTD	+30,3%	+4,4%
liczba akcji (mln)	66,9	średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 721,0	średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 457,5	EV/EBITDA 12M fwd	11,7	+39,1%
free float	32,4%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 597	1 811	3 012	3 025	3 623
EBITDA	262	262	310	318	482
marża EBITDA	10,1%	14,5%	10,3%	10,5%	13,3%
EBIT	160	165	209	201	346
zysk netto	109	111	319	142	274
P/E	43,3	42,7	14,8	33,1	17,2
P/BV	3,6	3,3	2,7	1,6	1,5
EV/EBITDA	20,1	20,9	17,6	14,5	9,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+5,3%	+1,3%	+14,6%
zysk netto			+165,4%	+22,9%	+49,9%
energia (PLN/MWh)			0,0%	+11,4%	+18,8%
zielony certyfikat (PLN/MWh)			+16,4%	+26,8%	+19,5%
CO2 (EUR/t)			+10,5%	+24,0%	+24,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	275	256	310	318	482
onshore	175	212	209	283	399
fotowoltaika	0	2	2	2	8
gaz	81	19	46	-1	39
dystribucja	15	14	17	18	19
obróć	15	22	48	29	31
pozostałe	-10	-13	-13	-14	-14
saldo finansowe	-24	-37	184	-25	-8
produkcja energii TWh	1,49	1,47	1,48	1,29	1,99
wiatr	0,74	0,71	0,68	0,96	1,16
PV	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
gaz	0,75	0,75	0,79	0,33	0,79
moce wiatrowe w MW	249	249	268	365	442
moce PV w MW	0	8	8	8	38
WRA w mln PLN	92	96	117	129	140

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (PLN/MWh)	232,9	350,0	375,6	373,1	373,1	373,1	373,1	373,1	373,1	373,1	373,1
zielony certyfikat	173,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
CO2 (EUR/t)	52,5	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
przychody	3 012	3 025	3 623	3 682	3 749	3 837	3 895	3 983	4 032	4 073	4 073
EBITDA	310	318	482	550	579	625	636	681	683	671	671
marża EBITDA	10,3%	10,5%	13,3%	14,9%	15,4%	16,3%	16,3%	17,1%	16,9%	16,5%	16,5%
EBIT	209	201	346	401	419	457	456	488	476	451	476
podatek	40	38	66	76	80	87	87	93	90	86	90
CAPEX	-633	-424	-419	-389	-410	-410	-410	-410	-356	-195	-195
kapitał obrotowy	-9	0	-5	0	-1	-1	0	-1	0	0	0
FCF	-373	-144	-7	84	89	127	139	178	236	390	385
PV FCF	-359	-129	-6	66	65	87	89	107	132	204	
WACC	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	263	204	226	285	413
CFO/EBITDA	95%	80%	73%	89%	86%
CAPEX	87	332	633	424	419
kapitał obrotowy	50	14	23	23	28
kapitał własny	1 294	1 417	1 736	2 886	3 160
dług netto	543	740	736	-108	-95
dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,8	2,4	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
mediana	21P	22P	23P	21P	22P	23P
wiatr	27,7	24,7	21,2	13,7	12,4	11,5
PV	61,9	41,5	40,5	16,0	15,8	15,0
energ. konw.	13,9	13,8	13,3	9,3	9,4	9,3
wsk. ważony	26,5	23,6	20,5	13,2	12,1	11,4

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,5%
zdyskontowana wartość FCF	4 686
dług netto	-267
inne korekty	403
wycena DCF na akcję (PLN)	80,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	81,60
DCF	50%	80,09
średnia		80,84
koszt kapitału 9M		8,5%
cena docelowa za 9M		85,94

Tauron

zawieszona (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki 1H'2021 okazały się dla rynku pozytywnym zaskoczeniem, ale druga część roku będzie już znacznie słabsza przez wyższe koszty zakupu energii w obrocie, normalizację EBITDA w dystrybucji oraz straty na bilansowaniu pozycji po awaryjnym wyłączeniu bloku w Jaworznie (nawet po uwzględnieniu sprzedaży nabytych praw do emisji). W przyszłym roku zakładamy spadek skonsolidowanego strumienia EBITDA o ~10% nie tylko z tytułu braku jednorazowych zysków z CO2 zaksięgowanych w 1Q'21, ale także z/w na presję w obrocie (straty na taryfie G) oraz zawyżoną bazę odniesienia w dystrybucji (wolumeny powyżej prognozowanych w 2021 roku oraz wyrównanie za rok 2020). Ewentualne wydłużenie wymuszonego postoju bloku 910 MW może tylko tę presję pogłębić (wypowiedzi przedstawicieli Rafako wskazują na takie ryzyko), tym bardziej, że ta niepewność na pewno nie pozwala Spółce na kontraktowanie obecnych bardzo korzystnych marż na 2022 r. Awaria tego bloku to również kłopot w kontekście zapowiedzianych negocjacji odkupienia pakietu od PFR, co jest konieczne do przygotowania się do transakcji z NABE, która jest kluczowym katalizatorem dla kursu akcji. W najbliższych miesiącach raczej nie oczekujemy, aby w tym temacie pojawiły się jakieś kluczowe rozstrzygnięcia. Rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona.

cena bieżąca

3,41 PLN

cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2021-10-07	
poprzednia	zawieszona		2021-06-02	
Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
ticker	TPE PW	zmiana 1M	-1,9%	-1,4%
ISIN	PLTAURN00011	zmiana YTD	+25,4%	-0,5%
liczba akcji (mln)	1 752,5	średni obrót 1M	11,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 983,2	średni obrót 6M	11,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 618,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+7,5%
free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	20 065	20 434	22 697	27 972	29 403
EBITDA	3 421	4 052	4 534	4 058	4 331
marża EBITDA	17,1%	19,8%	20,0%	14,5%	14,7%
EBIT	199	-1 015	1 287	1 788	2 046
zysk netto	-11	-2 485	780	1 212	1 451
P/E	-	-	7,7	4,9	4,1
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,8	5,1	4,3	4,5	3,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+7,9%	+7,4%	+12,0%
zysk netto			-41,5%	+2,6%	+15,4%
energia (PLN/MWh)			0,0%	+11,4%	+18,8%
węgiel (PLN/t)			-2,0%	-2,0%	-2,0%
CO2 (EUR/t)			+10,5%	+24,0%	+24,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 352	3 766	4 170	4 058	4 331
wytwarzanie+ciepło	616	343	1 439	895	954
wydobycie	-500	-157	-160	77	66
dystrybucja	2 606	2 598	2 730	2 531	2 540
obróć	429	683	162	127	334
OZE	368	297	353	450	466
pozostałe	80	34	12	-22	-28
saldo finansowe	-312	-641	-323	-291	-255
produkcja energii TWh	13,9	12,5	14,5	15,7	16,5
w tym OZE	1,4	1,9	1,8	1,8	1,8
wolumen obrotu TWh	33,7	32,4	33,7	34,2	34,7
dynamika r/r	-2,3%	-3,8%	4,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	13,4	17,0	7,0	13,0
WRA w mld PLN	17,5	18,3	18,7	19,1	19,4
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	10,1%	8,1%	6,5%	6,4%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 036	4 042	4 162	4 637	4 202
CFO/EBITDA	59%	100%	92%	114%	97%
CAPEX	4 035	3 908	2 903	2 837	2 759
kapitał obrotowy	1 370	1 337	1 484	1 828	1 922
kapitał własny	18 192	15 519	16 299	17 511	18 962
dług netto	13 076	13 678	12 742	11 232	10 044
dług netto/EBITDA (x)	3,0	2,6	2,1	2,0	1,6

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Cyfrowy Polsat wraz z głównym akcjonariuszem ogłosili wezwanie na maksymalnie 263,8 mln walorów spółki po 35,00 PLN/akcja (w okresie 18/10-16/11). Zygmunt Solorz w liście do akcjonariuszy mniejszościowych podkreśla chęć podjęcia nowych wyzwań, choć nie przedstawia żadnych detali. Nasza cena docelowa to 36,20 PLN. Cena w wezwaniu jest do niej zbliżona, stąd sądzimy, że odpowiada ona wartości godziwej spółki (FCFE Yield'22 estymujemy na ok. 7,9% przy cenie 35,00 PLN, EV/EBITDA'22 =7,6x). Cena w wezwaniu nie zawiera naszym zdaniem premii za wyjście z akcjonariatu. Pomimo tego, sądzimy że szanse na jej podwyższenie są niskie. Stąd, z/w na ograniczony potencjał wzrostu ceny walorów CPS (upside do naszej ceny docelowej to tylko 1%) oraz niepewność dot. wysokości i sposobu wykorzystywania generowanych przez spółkę FCFEs po 2021 i co za tym idzie profilu dywidendowego spółki, wezwanie jest naszym zdaniem interesującą opcją wyjścia. Sposób rozdysponowania 6,1 mld PLN ze sprzedaży wież jest obecnie kluczowy dla przyszłości spółki i jej percepcji w oczach inwestorów. W momencie ujawnienia planów rozwoju, trwać powinien 5-letni skup akcji (decyzja na WZ 16 listopada). Podkreślamy jednak, że skup nie daje tyle komfortu co opublikowane wezwanie na akcje.

cena bieżąca

35,94 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

36,20 PLN

+0,7%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	36,20 PLN	2021-10-06

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
ticker	CPS PW	zmiana 1M	+1,2%	+1,7%
ISIN	PLCFRPT00013	zmiana YTD	+21,9%	-4,0%
liczba akcji (mln)	639,5	średni obrót 1M	15,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 985,3	średni obrót 6M	12,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 002,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-5,2%
free float	32,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 676	11 963	12 509	12 675	12 919
EBITDA	4 197	4 192	7 667	3 863	3 967
marża EBITDA	35,9%	35,0%	61,3%	30,5%	30,7%
EBIT	1 967	1 886	5 774	2 139	2 266
zysk netto	1 115	1 146	4 200	1 540	1 628
P/E	20,6	20,1	5,5	14,9	14,1
P/BV	1,6	1,6	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	8,5	8,3	3,8	7,8	7,4
DPS	0,93	1,01	1,20	1,32	1,39
DYield	2,6%	2,8%	3,3%	3,7%	3,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba RGUs postpaid	17,4	18,0	18,1	18,1	18,1
ARPU postpaid	87,2	91,2	94,0	96,4	98,5
liczba RGO prepaid	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
przychody	11 676	11 963	12 509	12 675	12 919
zmiana		2,5%	4,6%	1,3%	1,9%
EBIT	1 967	1 886	5 774	2 139	2 266
marża	16,8%	15,8%	46,2%	16,9%	17,5%
EBITDA	4 197	4 192	7 667	3 863	3 967
marża	35,9%	35,0%	61,3%	30,5%	30,7%
koszty finansowe	-466	-333	-237	-267	-298
inne	-34	-111	27	65	67
zysk brutto	1 468	1 442	5 564	1 937	2 035
podatek	-353	-296	-1 363	-397	-407
zyski mniejszości	14	5	3	0	0
zysk netto	1 115	1 146	4 200	1 540	1 628

Model DCF

(mln PLN)	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	12 675	12 919	13 122	13 294	13 440	13 565	13 671	13 763	13 841	13 763
EBITDA	3 863	3 967	4 049	4 115	4 166	4 205	4 236	4 259	4 275	4 275
marża EBITDA	30,5%	30,7%	30,9%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	30,9%	30,9%	31,1%
amortyzacja	1 724	1 701	1 641	1 568	1 485	1 408	1 335	1 266	1 159	1 159
EBIT	2 139	2 266	2 408	2 547	2 681	2 798	2 901	2 993	3 116	3 116
podatek	406	430	458	484	509	532	551	569	592	592
NOPLAT	1 733	1 835	1 951	2 063	2 171	2 266	2 350	2 424	2 524	2 524
CAPEX	-3 069	-1 323	-1 195	-931	-1 361	-950	-957	-1 598	-969	-969
kapitał obrotowy	-285	-294	-297	-295	-294	-289	-288	-287	-286	-286
FCF	103	1 919	2 100	2 405	2 002	2 436	2 440	1 806	2 428	2 428
PV FCF	101	1 750	1 781	1 894	1 463	1 649	1 528	1 045	1 296	
WACC	7,5%	7,4%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,4%	8,4%
dług netto / EV	23,9%	22,2%	20,1%	17,0%	15,1%	11,6%	7,9%	6,3%	2,0%	2,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	3 473	3 252	5 718	3 246	3 333
CFO/EBITDA	83%	78%	75%	84%	84%
CAPEX	-1 698	-1 744	-1 602	-3 069	-1 323
aktywa ogółem	32 590	33 115	34 865	35 611	36 373
kapitał własny	14 465	14 426	17 741	19 281	20 909
dług netto	12 198	11 846	6 017	7 141	6 505
dług netto/EBITDA	2,9	2,8	0,8	1,8	1,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	2,8	2,5	2,3	4,8	4,2	3,5
maksimum	17,5	10,6	10,1	51,7	30,0	23,7
mediana	6,0	5,9	5,7	12,1	11,9	11,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	12 507
dług netto	6 017
inne korekty	2 207
wycena DCF na akcję (PLN)	37,73

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	30,33
DCF	50%	37,73
cena wynikowa		34,03
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		36,20

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Orange Polska ogłosiła strategię „Grow pod koniec czerwca”21. W centrum nowego czteroletniego planu (2021-24) spółka stawia na światłowod i konwergencję, jednak w przeciwieństwie do poprzedniej strategii, Orange Polska chce większy nacisk położyć na monetyzację dotychczasowych inwestycji. Spółka chce ogłosić niebawem nowy długoterminowy program motywacyjny (który zostanie wkrótce wdrożony), skorelowany ze wzrostem jej wartości, co mocniej powiąże działania wyższej kadry zarządzającej z interesem akcjonariuszy. Spółka uznaje dywidendę w wysokości 0,25 PLN na akcję jako stabilny poziom bazowy na przyszłość. Wszelkie decyzje o zmianie wysokości dywidendy będą podejmowane co roku. CAPEX ma być na poziomie 1,7-1,9 mld PLN: Orange wyraźnie podkreśla spadek CAPEXu na FTTH (od 2023 r. ma być < 300 mln PLN – poświęcony głównie na B2B), w miejsce CAPXu na FTTH Orange będzie realizować CAPEX na 5G. Podsumowując, choć plany Orange Polska na lata 2021-24 nie zaskoczyły nas istotnie. (strategia „Grow jest ewolucją planu Orange.One) i interpretujemy ją neutralnie. Z drugiej strony, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki w długim terminie, przy obecnym poziomie kursu giełdowego. Orange Polska daje na rynek jasny przekaz: „wzrost wyników + dywidenda + cięcia w CAPEX na FTTH” – to w końcu kluczowe punkty, których rynek oczekuje. Dodatkowo wezwanie na Cyfrowy Polsat po 35,00 PLN/akcja powinno wzmocnić sentyment do OPL.

cena bieżąca	8,17 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	8,20 PLN	+0,4%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,20 PLN	2020-12-08

Podstawowe dane	OPL PW	vs. WIG
ticker	OPL PW	zmiana 1M +1,1% +1,6%
ISIN	PLTLKPL00017	zmiana YTD +24,0% -1,9%
liczba akcji (mln)	1 312,0	średni obrót 1M 14,3 mln PLN
MC (mln PLN)	10 719,0	średni obrót 6M 11,9 mln PLN
EV (mln PLN)	18 307,4	EV/EBITDA 12M fwd 0,0 -
free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg - -

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 406	11 508	11 564	11 807	11 962
EBITDA	3 255	3 349	3 546	3 707	3 756
marża EBITDA	28,5%	29,1%	30,7%	31,4%	31,4%
EBIT	415	404	686	896	992
zysk netto	82	46	296	457	544
P/E	130,7	233,0	36,2	23,5	19,7
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,0	5,7	5,2	5,0	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	6,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
klienci konwer. B2C (tys.)	1 369	1 483	1 560	1 651	2 098
łącza szerokopasmowe (tys.)	2 607	2 702	2 728	2 778	2 830
przychody	11 406	11 508	11 564	11 807	11 962
telefonía komórkowa	2 598	2 557	2 545	2 554	2 563
telefonía stacjonarna	2 192	2 081	2 021	1 925	1 839
pozostałe	6 616	6 870	6 998	7 328	7 560
koszty	8 092	-8 064	7 970	8 076	8 156
koszty pracownicze	-1 490	-1 352	-1 325	-1 301	-1 294
usługi obce	-6 417	-6 535	-6 493	-6 619	-6 704
poz. przychody i koszty	-185	-177	-153	-156	-158
Sprzedaż aktywów	271	61	120	150	130
Pozostałe	-596	-647	-665	-672	-679
EBITDAaL	2 718	2 797	2 929	3 059	3 127
marża	23,8%	24,3%	25,3%	25,9%	26,1%
zysk netto	82	46	296	457	544

*wynik EBITDAaL w 2020 r. oczyszczony o koszty odpraw w wysokości 135 mln PLN

Model DCF

(mln PLN)	20	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
przychody	11 508	11 564	11 807	11 962	12 136	12 312	12 512	12 665	12 871	13 055	13 055
EBITDA ex. IFRS16	2 915	3 114	3 275	3 324	3 296	3 331	3 409	3 440	3 504	3 542	3 542
marża EBITDA	25,3%	26,9%	27,7%	27,8%	27,2%	27,1%	27,2%	27,2%	27,2%	27,1%	27,1%
amortyzacja	2 511	2 428	2 379	2 332	2 262	2 194	2 128	2 086	2 044	2 003	2 003
EBIT	404	686	896	992	1 034	1 137	1 281	1 355	1 461	1 539	1 539
podatek	94	130	170	189	196	216	243	257	278	292	292
NOPLAT	399	556	725	804	838	921	1 038	1 098	1 183	1 246	1 246
CAPEX - zysk. z nier.	-1 892	-2 405	-2 763	-1 737	-1 834	-1 860	-1 859	-1 851	-2 320	-2 319	-2 319
kapitał obrotowy	238	-54	-66	-67	-67	-67	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	1 256	524	275	1 331	1 198	1 188	1 241	1 265	846	870	870
PV FCF	1 256	485	238	1 080	909	843	822	782	488	468	
WACC	6,9%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	
dług netto / EV	34,7%	35,0%	36,3%	34,6%	33,4%	32,2%	30,4%	28,3%	27,9%	27,4%	27,4%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 858	3 005	2 550	2 619	2 679
CFO/EBITDAaL	105%	107%	87%	86%	86%
CAPEX	2 140	1 892	2 525	2 913	1 867
aktywa ogółem	24 922	24 300	24 362	24 462	24 303
kapitał własny	10 555	10 597	10 675	10 804	10 692
dług netto	8 754	8 489	7 586	7 908	7 493
dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,2	2,1	2,1	2,0

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield - RFR		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
minimum	3,5	3,1	2,8	-0,7%	-0,4%	1,8%
maksimum	10,3	10,0	9,3	10,8%	8,5%	8,4%
mediana	5,5	5,3	5,3	4,2%	4,3%	5,3%
waga	22%	22%	22%	0%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdykontowana wartość FCF	16 942
dług netto ex. MSSF16	6 182
inne korekty	2
wycena DCF na akcję (PLN)	8,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	7,21
DCF	50%	8,20
cena wynikowa		7,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,20

Media

Agora

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Do początku października nie wzmocniono obostrzeń COVID-19, choć tempo szczepień znacznie spowolniło. Brak obostrzeń wraz z udanym debiutem nowych przygód Bonda na ekranach, może wzmocnić sentyment do Agory. Niemniej jednak, dużym czynnikiem ryzyka pozostaje potencjalne wprowadzenie podatku od reklamy. Wbrew konsensusowi, uważamy, że spółka ma niskie szanse na poprawę wyniku EBITDA w 2021 r. Kluczowy będzie 4Q'21 z kumulacją premier filmowych (w tym nowe przygody Jamesa Bonda i Matrix), jednak trudno będzie nadrobić straty z 1H'21. Agora to spółka, której dojście do stanu sprzed pandemii COVID-19 zajmie kwartały. Dodatkowo, jej obecny profil dywidendowy nie jest atrakcyjny.

cena bieżąca

8,16 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

10,60 PLN

+29,9%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	10,60 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
ticker	AGO PW	zmiana 1M	-4,2%	-3,7%
ISIN	PLAGORA00067	zmiana YTD	+13,0%	-12,9%
liczba akcji (mln)	46,6	średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	380,1	średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 218,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+27,2%
free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 250	837	858	1 035	1 174
EBITDA	84	183	96	152	178
marża EBITDA	6,8%	21,8%	11,2%	14,7%	15,2%
EBIT	0	25	-58	-1	27
zysk netto	4	-69	-75	-20	2
P/E	107,4	-	-	-	174,0
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,4	5,9	12,7	8,0	6,8
DPS	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
rozpowsz. GW (tys.)	98	64	63	62	61
sprzed. bilety do kin (mln)	14,0	4,6	4,9	8,6	11,8
ATP (PLN)	18,5	18,4	18,4	18,8	19,1
RPB (PLN)	7,9	8,1	8,2	8,3	8,4
przychody	1 250	837	858	1 035	1 174
prasa i druk	255	197	196	201	205
film i książka	522	241	242	360	462
reklama zewnętrzna	184	115	117	149	166
internet	209	214	230	242	254
radio	113	88	97	111	116
druk	-	-	-	-	-
wylączenia	-33	-17	-23	-27	-30
EBITDA ex. MSSF16	104	38	29	85	112
marża	8,4%	4,6%	3,4%	8,2%	9,5%
zysk netto	3,5	-68,7	-74,9	-19,5	2,2

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	858	1 035	1 174	1 252	1 308	1 356	1 399	1 440	1 480	1 522	1 552
EBITDA ex. MSSF16	29	85	112	123	130	137	142	147	153	158	161
marża EBITDA	3,4%	8,2%	9,5%	9,8%	9,9%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%
amortyzacja	88	86	85	84	84	84	85	85	86	88	89
EBIT	-58	-1	27	38	46	53	57	62	66	70	72
podatek	0	0	5	7	9	10	11	12	13	13	14
NOPLAT	-58	-1	22	31	37	43	46	50	54	57	58
CAPEX	-62	-66	-85	-92	-89	-82	-84	-85	-87	-88	-90
kapitał obrotowy	-25	-11	-6	-3	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-58	9	16	19	31	43	45	48	51	54	55
PV FCF	-55	8	13	14	21	27	26	25	24	23	
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	9,2%	9,4%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%
dług netto / EV	25,2%	24,8%	23,6%	21,8%	18,3%	12,3%	9,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	131	89	-2	68	95
CFO/EBITDA ex. MSSF16	126%	232%	-6%	80%	85%
CAPEX	-111	-62	-62	-66	-85
aktywa ogółem	1 992	2 018	1 945	1 972	2 018
kapitał własny	931	821	762	759	777
dług netto ex. MSSF16	157	96	160	158	147
dług netto/EBITDA ex. MSSF16	1,5	2,5	5,5	1,9	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	20,5	17,6	10,7	8,1	7,4	6,5
maksimum	38,7	38,9	24,6	147,2	62,9	46,8
mediana	22,8	26,9	16,4	23,2	11,9	9,9
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,3
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	452
dług netto ex. MSSF16	96
inne korekty	80
wycena DCF na akcję (PLN)	9,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	10,37
DCF	50%	9,35
cena wynikowa		9,86
koszt kapitału 9M		7,5%
cena docelowa za 9M		10,60

Wirtualna Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski wzrosły od wydania naszej rekomendacji w gru'20 o blisko >60%, istotnie wyprzedzając szeroki indeks. Zgodnie z naszymi założeniami, w tym czasie spółka skorzystała z dwóch wyraźnych trendów: (1) znacznego odbicia się rynku turystyki międzynarodowej, mocno dotkniętego przez obostrzenia wynikające z pandemii COVID-19 oraz (2) silnego popytu na media elektroniczne z związku z niższym zainteresowaniem reklamodawców tradycyjnymi kanałami reklamy. Wirtualna Polska poprawiła R/R skorygowaną EBITDA w 1H'21 o >73% vs. 1H'20 i o 45% vs. 1H'19. Po rekordowych wynikach za 1H'21, spółka ma naszym zdaniem szanse na wygenerowanie skorygowanej EBITDA blisko 300 mln PLN. Tym samym Wirtualna Polska jest notowania na wskaźniku EV/EBITDA'21 = 14,3x, z niewielką premią do spółek porównywalnych. Jednocześnie zwracamy uwagę, że CAGR EBITDA w okresie 2020-22 wynosi w przypadku WPL 29% vs. 18% peer grupa. Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki.

cena bieżąca	133,40 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	150,00 PLN	+12,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	150,00 PLN	2021-08-25

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
ticker	WPL PW	zmiana 1M	-1,2%	-0,7%
ISIN	PLWRTPL00027	zmiana YTD	+45,9%	+20,0%
liczba akcji (mln)	29,7	średni obrót 1M	1,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 955,4	średni obrót 6M	1,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 110,9	EV/EBITDA 12M fwd	12,6	+19,6%
free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	709	632	817	934	1 010
EBITDA	209	203	287	336	365
marża EBITDA	29,5%	32,0%	35,1%	36,0%	36,1%
EBIT	130	122	213	254	277
zysk netto	69	79	155	190	210
P/E	57,3	50,4	25,6	20,8	18,8
P/BV	7,7	6,6	5,6	4,7	4,1
EV/EBITDA	20,6	20,8	14,3	11,9	10,6
DPS	1,00	0,00	1,55	2,13	2,59
DYield	0,7%	0,0%	1,2%	1,6%	1,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	709	632	817	934	1 010
gotówkowe	665	589	769	883	956
barterowe	23,2	16,3	18,7	20,1	21,0
koszty	579	511	603	680	733
amortyzacja	79,3	68,5	71,8	80,4	86,6
zużycie mater. i energii	6,3	5,3	5,6	5,7	5,9
wynagrodzenia	200	197	207	217	224
pozostałe	294	240	319	377	416
EBITDA	209	202	287	336	365
marża	29,5%	32,0%	35,1%	36,0%	36,1%
EBITDA skorygowana	223	217	297	346	375
marża	31,5%	34,3%	36,3%	37,1%	37,1%
EBIT	130	122	213	254	277
marża	18,3%	19,2%	26,1%	27,2%	27,4%
zysk netto	69,0	78,5	154,6	190,5	210,2

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	817	934	1 010	1 088	1 170	1 256	1 343	1 432	1 522	1 612	1 645
EBITDA ex.MSSF16	285	335	363	394	427	460	494	529	565	601	613
marża	34,9%	35,8%	36,0%	36,2%	36,5%	36,6%	36,8%	37,0%	37,2%	37,3%	0
amortyzacja	72	80	87	93	100	107	114	121	128	136	138
EBIT	213	254	277	301	327	353	380	408	437	465	474
podatek	41	48	53	57	62	67	72	78	83	88	90
NOPLAT	173	206	224	244	265	286	308	331	354	377	384
CAPEX	-71	-80	-86	-93	-100	-107	-114	-121	-128	-136	-138
kapitał obrotowy	-13	-10	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-8
FCF	161	196	217	237	257	278	300	323	346	369	376
PV FCF	157	176	180	181	181	181	180	178	176	173	
WACC	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
dług netto / EV	6,0%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	179	211	227	272	299
CFO/EBITDA	82%	103%	79%	81%	82%
CAPEX	-58	-61	-71	-80	-86
aktywa ogółem	1 145	1 244	1 279	1 365	1 454
kapitał własny	513	598	706	834	967
dług netto	334	240	144	27	-100
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,5	0,1	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	14,7	13,3	11,0	8,5	7,7	6,1
maksimum	92,2	59,8	44,6	45,1	25,1	14,9
mediana	26,6	19,7	17,2	14,7	12,5	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	4 706
skor. dług netto ex.MSSF16	341
inne korekty	11
wycena DCF na akcję (PLN)	147,92

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	134,11
DCF	50%	147,92
cena wynikowa		141,01
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		150,00

IT

Asseco Poland

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Asseco Poland, po ostatnich wzrostach notowań, choć naszym zdaniem pozytywny sentyment do spółki może się utrzymywać w kolejnych tygodniach. Kluczowe argumenty za inwestycją w walory Asseco to: (1) wzrost wyników, (2) wysoki zwłaszcza jak na sektor IT DYield oraz (3) atrakcyjna wycena na P/E. Asseco Poland zaraportowało dobre wyniki za 1H'21. Duże wzrosty odnotowała jednostka dominująca (przychody +17% R/R, EBIT +67% R/R). Zamówienia od ZUS oraz z Cyfrowego Polsatu wyraźnie pomagają wynikom matki Asseco. Sytuacja finansowa tego podmiotu poprawiła się na trwałe, a to właśnie matka jest głównym kontrybutorem do zysku netto i dywidendy w grupie Asseco. W średnim terminie spodziewamy się kontynuacji dobrych trendów wynikowych.

cena bieżąca

90,25 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

80,70 PLN

-10,6%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	80,70 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
ticker	ACP PW	zmiana 1M	+5,4%	+5,9%
ISIN	0	zmiana YTD	+38,9%	+13,0%
liczba akcji (mln)	83,0	średni obrót 1M	5,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 490,8	średni obrót 6M	6,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 711,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-7,2%
free float	68,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	10 667	12 190	12 492	12 940	13 354
EBITDA	1 612	1 922	1 951	2 022	2 076
marża EBITDA	15,1%	15,8%	15,6%	15,6%	15,5%
EBIT	975	1 215	1 249	1 307	1 350
zysk netto	322	402	397	422	437
P/E	23,2	18,6	18,9	17,8	17,1
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
P/S	0,70	0,61	0,60	0,58	0,56
DPS	3,01	3,07	3,11	3,01	3,01
DYield	3,3%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	10 667	12 190	12 492	12 940	13 354
zmiana	14,4%	14,3%	2,5%	3,6%	3,2%
rynek polski	1 486	1 432	1 710	1 788	1 837
rynek pd-wsch. Europy	890	1 028	1 166	1 256	1 333
rynek zachodnioeur.	697	857	861	878	896
rynek środkowoeur.	1 060	1 332	1 125	1 159	1 194
rynek izraelski	6 554	7 561	7 624	7 853	8 088
rynek wschodnioeur.	8	6	7	7	7
EBIT	975	1 215	1 249	1 307	1 350
amortyzacja	635	707	702	715	727
EBITDA	1 612	1 922	1 951	2 022	2 076
marża	15,1%	15,8%	15,6%	15,6%	15,5%
jednostki stowarzyszone	-381	-466	-584	-609	-633
podatek	-191	-216	-253	-258	-259
zysk netto	322	402	397	422	437

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	1 501	1 961	1 628	1 703	1 762
CFO/EBITDA	93%	102%	83%	84%	85%
CAPEX	-320	-314	-500	-518	-534
aktywa ogółem	14 598	16 705	16 001	16 730	17 468
kapitał własny	5 765	6 044	6 022	6 195	6 382
dług netto	1 091	601	109	-508	-137
dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,5

Analiza porównawcza

	2020P	P/E 2021P	2022P
minimum	28,0	26,8	24,1
maksimum	10,5	9,0	7,5
mediana	21,9	17,9	16,1
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	20	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Asseco Poland (matka)											
przychody	997	965	1 011	1 032	1 054	1 076	1 099	1 122	1 146	1 170	1 170
EBITDA	222	216	230	233	236	238	241	244	247	250	250
NOPLAT	128	123	133	135	138	140	142	144	147	149	149
FCF	108	127	143	144	145	145	146	146	147	149	149
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco Business Solutions											
przychody	282	296	320	337	353	368	382	395	407	418	427
EBITDA	118	120	128	134	139	144	148	151	154	157	160
NOPLAT	75	75	81	84	87	90	92	94	95	96	98
FCF	70	72	76	80	83	85	87	89	91	92	94
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
przychody	1 026	1 157	1 247	1 324	1 394	1 461	1 527	1 592	1 657	1 723	1 740
EBITDA	223	242	264	280	294	308	321	335	348	361	365
NOPLAT	118	131	143	152	159	167	174	181	188	195	197
FCF	106	121	140	152	162	172	178	184	189	194	196
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	1 909
ACE	12x PE'20	93%	964
ABS	DCF	43%	1 197
ASEE	DCF	51%	2 612
r. zachodnioeurop.	12x PE'20	100%	301
Formula Systems	rynek	26%	5 595
pozostałe	10x PE	0%	218
razem			6 644
wycena 1 akcji			80,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	71,67
SOTP	50%	80,05
cena wynikowa		75,86
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		80,70

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Comarch rozczarował nas wynikami za 2Q'21. Na poziom zaskoczenia wpłynęło także zaksięgowanie -6 mln PLN na pozostałej działalności operacyjnej oraz niekorzystny układ fx. Niemniej wielkość wygenerowanych przychodów była znacznie poniżej naszych oczekiwań (głównie w obszarze polskie banki i finanse) i to jest główny powód naszego rozczarowania. Stąd, korekta kursu spółki po publikacji wyników 2Q'21 jest uzasadniona. Niemniej jednak, przy obecnych poziomach wyceny giełdowej, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Podkreślamy, że do prognoz podchodzimy dość konserwatywnie. Zakładamy jedynie 4% wzrostu przychodów, a poziom marży brutto ze sprzedaży wyznaczamy na 28,2% (co odpowiada średniej z ostatnich 5 lat i jest 1,3 p.p. niżej R/R). Duży potencjał do pobicia naszych estymacji widzimy w segmencie TMT (na ten moment zakładamy jednak stabilne obroty w 2021 r. po >10% spadku w 2020 r.). Nasza prognoza EBITDA to 252 mln PLN. Comarch jest notowany na EV/EBITDA'21 i P/E'21 z wysokimi dyskontami do peer grupy, które według nas nie są uzasadnione.

cena bieżąca
cena docelowa

236,00 PLN

potencjał zmiany

267,00 PLN

+13,1%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	267,00 PLN	2021-03-30

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
ticker	CMR PW	zmiana 1M	-1,3%	-0,7%
ISIN	PLCOMAR00012	zmiana YTD	+23,2%	-2,7%
liczba akcji (mln)	8,1	średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 919,5	średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 717,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-11,8%
free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 437	1 536	1 601	1 690	1 767
EBITDA	228	272	252	254	258
marża EBITDA	15,9%	17,7%	15,7%	15,0%	14,6%
EBIT	143	187	164	163	164
zysk netto	105	119	111	114	117
P/E	18,3	16,2	17,3	16,9	16,4
P/BV	2,0	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	8,2	6,5	6,8	6,5	6,1
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 437	1 536	1 601	1 690	1 767
TMT	336	301	307	331	353
finanse i bankowość	191	259	287	302	314
handel i usługi	252	237	223	232	241
przemysł i utilities	179	178	182	191	201
sektor publiczny	130	154	160	167	173
SME	291	332	362	384	399
inne	58	76	81	84	87
zysk brutto na sprzedaży	421	452	451	469	485
marża	29,3%	29,5%	28,2%	27,7%	27,5%
koszty sprzedaży	146	143	152	164	173
koszty ogólnego zarządu	128	127	131	138	147
EBIT	143	187	164	163	164
marża	10,0%	12,2%	10,2%	9,7%	9,3%
zysk netto	104,8	118,7	110,8	113,8	117,1

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	1 601	1 690	1 767	1 840	1 909	1 976	2 044	2 112	2 183	2 254	2 299
EBITDA	252	254	258	264	266	269	270	270	270	268	274
marża EBITDA	15,7%	15,0%	14,6%	14,3%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%	12,4%	11,9%	11,9%
amortyzacja	88	91	94	97	101	104	107	110	112	114	116
EBIT	164	163	164	166	166	164	162	160	158	154	158
podatek	44	44	44	45	45	44	44	43	43	42	43
NOPLAT	120	119	120	121	121	120	118	117	115	113	115
CAPEX	-99	-103	-82	-76	-77	-79	-82	-84	-90	-94	-96
kapitał obrotowy	-9	-15	-14	-14	-14	-15	-15	-16	-17	-18	-18
FCF	100	92	118	129	130	130	128	126	121	115	117
PV FCF	93	80	94	95	88	81	74	67	59	52	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	169	293	202	197	201
CFO/EBITDA	74%	108%	80%	77%	78%
CAPEX	-45	-87	-99	-103	-82
aktywa ogółem	1 843	1 995	2 124	2 258	2 390
kapitał własny	971	1 097	1 196	1 297	1 402
dług netto	-58	-162	-221	-276	-359
dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	27,3	26,5	23,8	18,9	17,1	15,9
maksimum	10,0	9,0	7,4	5,2	4,9	4,4
mediana	22,2	17,1	15,0	11,3	10,6	10,7
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 591
dług netto MSSFI6	-162
inne korekty	19
wycena DCF na akcję (PLN)	213,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	40%	307,58
DCF	60%	213,20
cena wynikowa		250,95
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		267,00

Sygnity kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Sygnity. Wskazujemy, że Zarząd zmienił ostatnio outlook na przychody. Spółka podpisała kilka ważnych kontaktów, a backlog na 4Q'20/21 jest wyższy R/R o 7%. Stąd przy utrzymaniu wysokiej rentowności i dyscypliny w zakresie SG&A, EBIT w 4Q'20/21 może być wyższy R/R o >15%, co powinno znacznie poprawić sentyment do spółki. Poziom naszej ceny docelowej dla walorów Sygnity to 11,70 PLN co implikuje >25% potencjał wzrostu. W tym miejscu warto zaznaczyć, że Sygnity jest wyceniane na EV/EBITDA'22 i P/E'22 rzędu 5,7x i 9,0x, grupa zakończyła trudną restrukturyzację wraz z refinansowaniem, ma relatywnie niskie wskaźniki zadłużenia. Dodatkowo, przegląd opcji strategicznych oceniamy jako potencjalną szansę dla inwestorów.

cena bieżąca

10,00 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

11,70 PLN

+17,0%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	11,70 PLN	2021-09-03

Podstawowe dane	SGN PW	vs. WIG
ticker	SGN PW	zmiana 1M -4,3% -3,8%
ISIN	PLCMPLD00016	zmiana YTD +10,1% -15,8%
liczba akcji (mln)	22,8	średni obrót 1M 0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	227,6	średni obrót 6M 0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	282,2	EV/EBITDA 12M fwd 5,7 -38,5%
free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg 9,3 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
Przychody	234,6	230,0	206,4	213,8	222,1
EBITDA	37,4	53,0	59,2	45,3	45,6
marża EBITDA	15,9%	23,1%	28,7%	21,2%	20,5%
EBIT	29,4	36,9	47,2	33,0	33,0
Zysk netto	15,9	29,2	43,1	25,4	25,5
P/E	14,3	7,8	5,3	9,0	8,9
P/BV	3,5	2,4	1,7	1,4	1,2
EV/EBITDA	8,1	5,3	4,8	5,7	5,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		20/21P	21/22P	22/23P	
przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
przychody	234,6	230,0	206,4	213,8	222,1
COGS	164,3	160,0	141,6	147,5	154,6
ZBNS	70,3	69,9	64,8	66,3	67,5
marża	30,0%	30,4%	31,4%	31,0%	30,4%
I. sprzedaży i mark.	7,4	8,7	7,6	7,9	8,2
I. ogólnego zarządu	26,1	24,7	24,7	25,4	26,3
poz. dział. operacyjna	-7,4	0,3	14,7	0,0	0,0
EBIT	29,4	36,9	47,2	33,0	33,0
marża	12,5%	16,0%	22,9%	15,4%	14,9%
amortyzacja	8,0	16,2	12,0	12,3	12,6
EBITDA	37,4	53,0	59,2	45,3	45,6
dział. Finansowa	-10,6	-7,1	2,9	-3,1	-3,0
zysk brutto	18,7	29,8	50,1	29,9	30,0
podatek	-0,2	-2,0	-7,0	-4,5	-4,5
zysk netto	15,9	29,2	43,1	25,4	25,5

Bilans i CF

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
CF operacyjny	18,9	52,0	13,6	39,2	39,7
CFO/EBITDA	51%	98%	23%	87%	87%
CAPEX	-1,1	-1,7	-3,9	-5,3	-6,3
aktywa ogółem	272,9	296,4	283,6	302,6	329,7
kapitał własny	65,8	94,3	137,4	162,8	188,3
dług netto	74,3	54,0	54,6	32,7	11,3
dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,0	0,9	0,7	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	11,6	9,1	7,7	5,4	5,1	4,9
maksimum	32,8	29,5	26,4	19,2	17,9	16,3
mediana	20,8	19,5	17,6	13,8	12,9	11,6
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	+
przychody	206	214	222	231	239	248	257	266	275	285	285
EBITDA	59	45	46	46	46	46	47	47	49	50	50
marża EBITDA	28,7%	21,2%	20,5%	19,9%	19,3%	18,7%	18,2%	17,8%	17,7%	17,6%	17,6%
amortyzacja	1	3	4	4	4	5	5	6	8	10	10
EBIT	47	33	33	33	33	33	32	32	32	31	31
podatek	1	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
NOPLAT	6	27	27	27	27	26	26	26	26	25	25
CAPEX	-4	-5	-6	-8	-8	-9	-9	-9	-10	-10	-10
kapitał obrotowy	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
FCF	4	23	23	21	21	20	20	21	21	22	22
PV FCF	4	21	19	16	15	13	12	11	11	10	
WACC	7,6%	7,9%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
dług netto / EV	19,7%	12,8%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	133
skor. dług netto	39
inne korekty	3
wycena DCF na akcję (PLN)	9,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	15%	18,96
DCF	85%	9,60
cena wynikowa		11,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		11,70

Gaming

CD Projekt

kupuj (bez zmian)

Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09 piotr.poniatowski@mbank.pl

W najbliższym czasie CD Projekt cały czas znajdować się będzie pod presją podażową związaną z wygaśnięciem pod koniec września lock-upu na akcje przydzielone w ramach programu motywacyjnego (4,5 mln szt.). Co prawda, Zarząd posiadający ok. 75% z nich zapowiedział, że nie będzie sprzedawał, jednakże nadal ok. 1,1 mln akcji trafiło do pozostałych pracowników i naszym zdaniem znajdzie się w obrocie. Z drugiej strony, pozytywnie na sentyment wokół spółki wpływać będzie kampania marketingowa drugiego sezonu serialu Wiedźmin. Netflix niedawno opublikował nowe materiały wideo, a także zapowiedzi dotyczące 3. sezonu (potwierdzenie, że będzie tworzony) oraz zupełnie nowych produkcji (drugi film anime, zupełnie nowy serial z uniwersum skierowany do młodszej publiczności). Oczekujemy, że w niedługim czasie powinna również wystartować kampania marketingowa wokół Wiedźmina 3 na konsole nowej generacji. Naszym bazowym założeniem jest, że zarówno Wiedźmin 3 jak i CP2077 na konsole nowej generacji będą miały premiery w grudniu tego roku. Zakładamy, że nowa wersja CP2077 będzie miała pozytywny odbiór społeczności graczy, co poprawi sentyment wokół studia. Nasze założenia odnośnie liczby sprzedanych kopii gier mogą okazać się ambitne, jednak wskazujemy, że jednocześnie mamy założoną relatywnie niską średnią cenę sprzedaży. Nie zmieniamy naszego pozytywnego postrzegania spółki.

cena bieżąca	193,14 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	238,00 PLN	+23,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	238,00 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
ticker	CDR PW	zmiana 1M	+2,7%	+3,3%
ISIN	PLOPTTC00011	zmiana YTD	-28,4%	-54,3%
liczba akcji (mln)	100,7	średni obrót 1M	77,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 456,7	średni obrót 6M	94,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 418,4	EV/EBITDA 12M fwd	21,4	-12,1%
free float	65,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	521	2 139	1 164	1 358	1 241
EBITDA	218	1 425	563	808	688
marża EBITDA	41,8%	66,6%	48,4%	59,5%	55,5%
EBIT	180	1 157	451	668	577
zysk netto	175	1 154	397	618	542
P/E	-	16,8	49,0	31,5	35,9
P/BV	16,8	8,9	9,3	7,2	6,6
EV/EBITDA	83,0	13,1	32,7	22,1	25,6
DPS	1,05	0,00	5,00	0,00	3,07
DYield	0,5%	0,0%	2,6%	0,0%	1,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wiedźmin 3 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Cyberpunk 2077 (S)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2021P	2022P
prod. Gier (S)	369	1 896	934	1 086	917
prod. Gier (EBIT)	177	1 131	447	652	547
prod. Gier (marża)	47,9%	59,7%	47,8%	60,1%	59,7%
GOG.com (S)	162,3	343,7	237,6	271,5	323,8
GOG.com (EBIT)	3,6	26,2	4,7	15,3	30,0
GOG.com (marża)	2,2%	7,6%	2,0%	5,6%	9,3%
przepływy oper.	217	698	1 243	734	636
amortyzacja	8	14	19	20	21
kapitał obrotowy	-128	-1 001	946	-11	7
przepływy inw.	-176	-175	-391	-177	-121
CAPEX	-92	-19	-28	-22	-25
nakłady na produkcję	-165	-203	-144	-155	-96
FCF	-180	192	1 292	569	532
FCF/EBITDA	230%	70%	77%	56%	8%
CFO/EBITDA	221%	91%	92%	95%	99%

Założenia i Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wiedźmin 3 (S)	358	497	257	128	113
Cwint (S)	19	32	34	45	41
Cyberpunk 2077 (S)	0	1 558	601	881	736
produkcja w toku	386	407	368	402	408
środki pieniężne	49	563	988	1 559	1 788
dług netto	-461	-563	-1 020	-1 590	-1 820
dług netto/EBITDA (x)	-2,1	-0,4	-1,8	-2,0	-2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	21,5	19,1	10,0	6,0	7,0	5,8
maksimum	59,5	81,9	24,0	38,8	37,2	15,0
mediana	26,4	22,6	19,5	16,9	15,1	12,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Wiedźmin 3 (tys.)	5 585	3 060	3 038	1 332	1 058	371	0	0	0	0	
CP2077 (tys.)	7 500	8 625	6 900	5 520	3 698	2 478	1 660	830	0	0	
kolejne gry AAA (tys.)	0	0	0	0	0	20 000	10 000	28 000	15 850	14 620	
przychody	1 164	1 358	1 241	969	606	4 117	2 297	5 111	2 803	2 286	2 354
EBITDA	563	808	688	491	226	3 102	1 507	3 816	1 879	1 497	1 542
marża EBITDA	48,4%	59,5%	55,5%	50,7%	37,3%	75,3%	65,6%	74,7%	67,0%	65,5%	65,5%
EBIT	451	668	577	343	95	2 860	1 389	3 515	1 701	1 318	1 358
podatek	45	51	42	25	6	201	100	250	123	95	98
CAPEX	-172	-177	-121	-206	-223	-304	-165	-201	-28	-29	-29
kapitał obrotowy	946	-11	7	16	21	-203	105	-162	133	30	30
FCF	1 292	569	532	275	18	2 395	1 347	3 203	1 861	1 403	1 704
PV FCF	1 259	511	441	210	13	1 552	805	1 763	944	656	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	13 358
dług netto	-1 020
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	223,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	115,28
DCF	100%	223,70
cena wynikowa		223,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		238,00

Ten Square Games akumuluj (bez zmian)

Piotr Poniatowski

+48 22 438 24 09

piotr.poniatowski@mbank.pl

W najbliższym czasie kluczowym wsparciem dla notowań Ten Square Games jest przegląd opcji strategicznych, w którym spółka się znajduje. Jego rozstrzygnięcia oczekujemy do końca tego roku. Wstępne dane sprzedażowe za 3Q'21 (158,9 mln PLN) są około 10% poniżej naszej prognozy (główna różnica to brak wzrostu w Hunting Clash, którego oczekiwaliśmy q/q). Istotne będą dane szczegółowe odnośnie liczby graczy i poszczególnych gier. Ten Square Games posiada 2 dobrze monetizujące się gry (Fishing Clash i Hunting Clash), a w całej Grupie aktualnie na etapie produkcyjnym znajduje się aż 6 gier, których hard launch miałyby się odbyć w latach 2022-23. Uważamy, że Ten Square Games jest w stanie w długim terminie powielać sukces swoich FC/HC i tworzyć nowe zyskowe gry. Dodatkowo wsparciem dla wyników 2021 r. będzie konsolidowane włoskie studio Rortos, które powinno co najmniej powtórzyć wyniki zeszłoroczne. Nie zmieniamy naszego pozytywnego postrzegania spółki.

Cena bieżąca

480,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

612,00 PLN

+27,5%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	612,00 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane			TEN PW	vs. WIG
ticker	TEN PW	zmiana 1M	-11,9%	-11,4%
ISIN	PLTSQGM00016	zmiana YTD	-11,3%	-37,2%
liczba akcji (mln)	7,3	średni obrót 1M	7,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 488,3	średni obrót 6M	8,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 363,3	EV/EBITDA 12M fwd	13,0	-1,1%
free float	58,4%	EV/EBITDA 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	241,1	578,2	708,1	803,4	874,1
EBITDA	85,7	174,9	198,4	267,6	272,9
marża EBITDA	35,6%	30,2%	28,0%	33,3%	31,2%
EBIT	84,6	171,8	195,1	264,7	269,8
zysk netto	76,4	151,6	176,5	238,2	242,8
P/E	45,5	23,0	19,8	14,6	14,4
P/BV	37,7	14,7	11,9	8,8	7,5
EV/EBITDA	39,7	18,6	17,0	12,3	11,9
DPS	3,77	3,77	10,00	18,21	24,58
DYield	0,8%	0,8%	2,1%	3,8%	5,1%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
Sprzedaż		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż (Fishing Clash)		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż (Hunting Clash)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Fishing Clash (sprzedaż)	207	562	494	480	422
FC Chiny (sprzedaż)	0	0	0	43	60
Hunting Clash (sprzedaż)	0	16	156	220	186
pozostałe gry (sprzedaż)	35	0	59	60	206
MBNS	95,3%	95,6%	93,8%	94,5%	95,0%
przepływy oper.	66	194	182	214	231
amortyzacja	1	2	3	3	3
kapitał obrotowy	-12	-30	-10	-11	-7
przepływy inw.	-4	-5	-221	-12	-13
CAPEX	-3	-4	-14	-12	-13
przepływy fin.	-27	-28	-73	-132	-179
dywidenda/buyback	-27	-27	-73	-132	-179
FCF	62	121	154	218	226
FCF/EBITDA	73%	69%	76%	81%	83%
CFO/EBITDA	77%	111%	90%	80%	85%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Fishing Clash	494	523	482	438	371	325	285	250	219	192	
Hunting Clash	156	220	186	132	103	86	73	61	51	43	
pozostałe gry	59	60	206	437	555	575	588	718	880	1 009	
przychody	708	803	874	1 007	1 029	986	945	1 029	1 150	1 244	1 281
EBITDA	202	268	273	334	344	325	303	328	366	396	408
marża EBITDA	28,6%	33,3%	31,2%	33,1%	33,5%	32,9%	32,0%	31,9%	31,8%	31,8%	31,8%
EBIT	195	265	270	331	341	321	299	324	362	392	404
podatek	19	26	27	33	34	32	30	32	36	39	40
CAPEX	-14	-12	-13	-15	-15	-15	-14	-15	-17	-19	-19
kapitał obrotowy	-10	-11	-7	-8	-1	3	2	-5	-7	-6	-6
FCF	154	218	226	278	293	280	261	275	305	332	343
PV FCF	150	196	187	212	206	182	156	151	155	155	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
koszty marketingu	65	165	188	191	230
narzut na sprzedaż	26,8%	28,5%	26,6%	23,7%	26,3%
pozostałe koszty sprzedaży	72	179	231	263	286
narzut na sprzedaż	30,1%	30,9%	32,6%	32,7%	32,7%
środki pieniężne	75	237	125	195	234
dług netto	-75	-237	-125	-195	-234
dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-1,4	-0,6	-0,7	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	15,7	12,8	10,4	5,6	4,1	2,9
maksimum	35,4	57,3	38,6	32,2	28,4	23,5
mediana	21,7	18,6	16,8	13,4	11,1	10,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

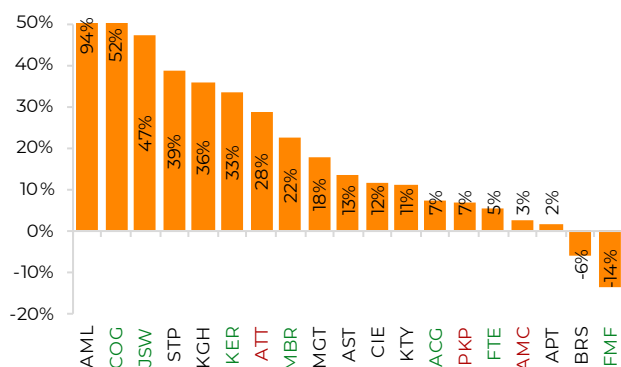
(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	4 439
dług netto	-237
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	643,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	507,50
DCF	50%	643,40
cena wynikowa		575,45
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		612,00

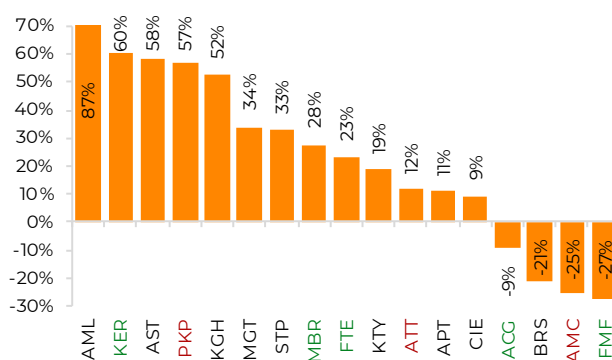
Przemysł

Prognostyczna zmiana sprzedaży w 2021 r.



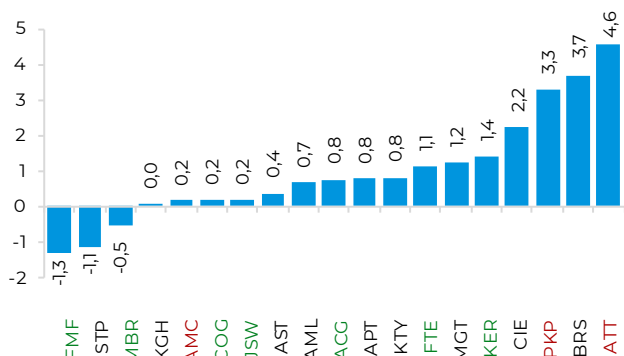
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

Prognostyczna zmiana EBITDA w 2021 r.

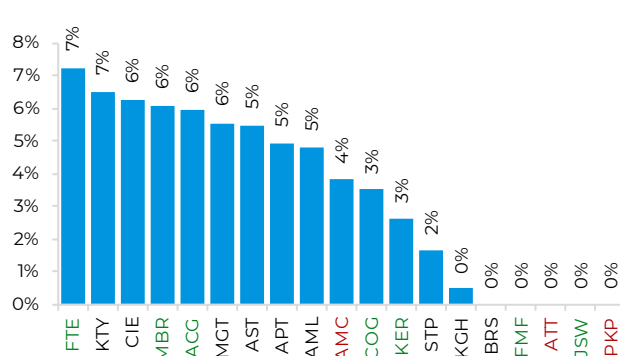


Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

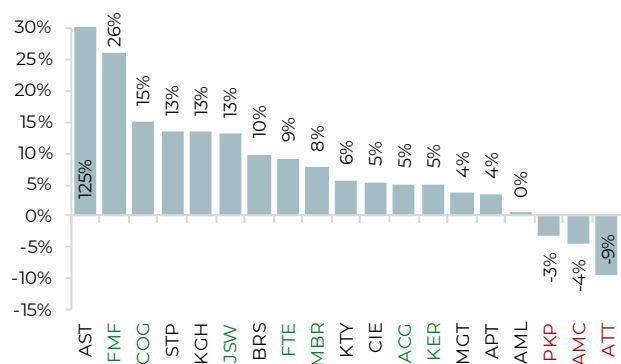
Prognostyczny dług netto/EBITDA na koniec '21



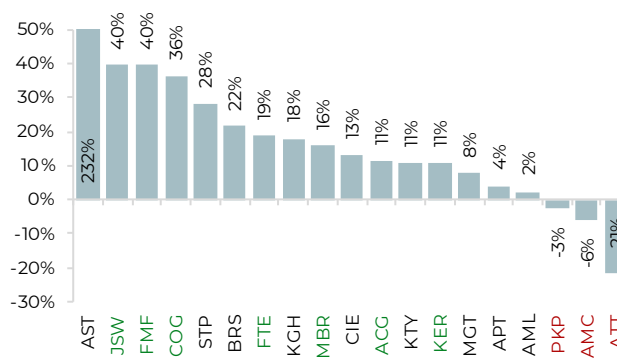
Prognostyczny DYield w 2021 r.



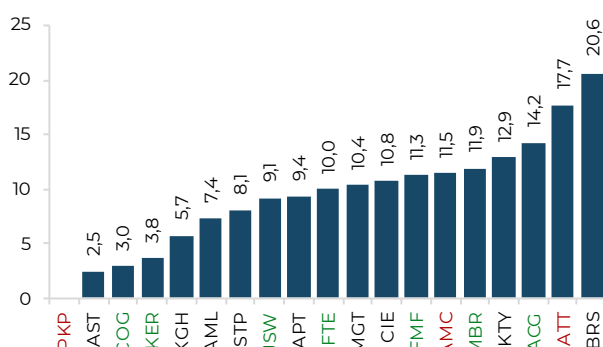
Prognostyczny poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



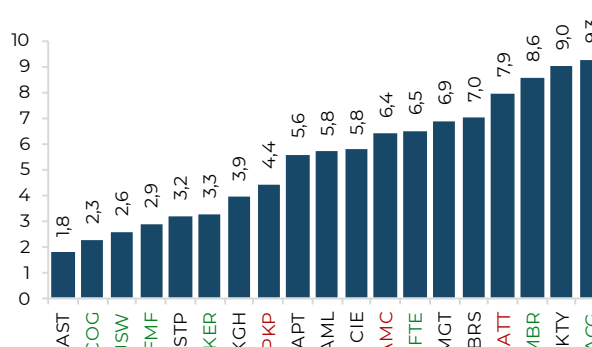
Prognostyczny średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



Prognostyczny poziom wskaźnika P/E'21



Prognostyczny poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne, brak wartości – wskaźnik ujemny

Cognor kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Obecnie w Polsce od kilku tygodni ma miejsce korekta cen stali, która jednak w mniejszym stopniu dotyka pręty żebrowane (~4000 PLN/t). Przy lekko spadających cenach złomu (obecnie ~1700 PLN/t) marże na produkcji pręta żebrowanego utrzymują się na blisko rekordowych poziomach (~2200 PLN/t). Biorąc pod uwagę, że w bieżącym roku Zarząd zdecydował się na przesunięcie przestoju modernizacyjnego Ferrostalu na styczeń, to przed Cognorem kolejny udany kwartał z EBITDA ponad 100 mln PLN. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę oczekiwane niskie zadłużenie na koniec roku (0,2xEBITDA'21) Zarząd może rekomendować wypłatę nawet 50% wyniku netto za 2021 rok, co implikuje DPS na poziomie 0,70 PLN/akcja oraz Dyield powyżej 15% w 2022 roku. Warto zauważyć również, że Cognor korzystnie zabezpieczył ceny energii na lata 2022-2023 ten okres (poniżej 240 PLN/mwh). Podwyższamy naszą rekomendację do kupuj (wcześniej akumuluj) oraz nie zmieniamy naszej ceny docelowej (5,05 PLN/akcja).

cena bieżąca

3,93 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

5,05 PLN

+28,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	5,05 PLN	2021-10-07	
poprzednia	akumuluj	5,05 PLN	2021-08-31	
Podstawowe dane		COG PW	vs. WIG	
ticker	COG PW	zmiana 1M	-5,3%	-4,8%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+145,6%	+119,7%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	687,6	średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	775,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,1	-17,4%
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 632	2 372	2 002
EBITDA skor.	93	92	354	203	174
marża EBITDA	4,9%	5,3%	13,4%	8,5%	8,7%
EBIT skor.	47	44	303	153	125
zysk netto skor.	11	10	236	115	93
P/E skor.	61,3	68,2	2,9	6,0	7,4
P/BV	2,7	2,4	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	10,0	9,5	2,2	3,6	4,1
DPS	0,21	0,00	0,15	0,70	0,46
DYield	5,2%	0,0%	3,7%	17,7%	11,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. Ferrostal (tys. ton)	424	424	427	428	429
wol. HSJ (tys. ton)	237	238	247	252	257
wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
spread Ferrostal (PLN/t)	1 127	1 022	1 449	1 231	1 223
spread HSJ (PLN/t)	1 508	1 265	1 646	1 435	1 427
przepływy oper.	142	206	184	224	164
amortyzacja	46	48	50	50	48
kapitał obrotowy	61	98	-129	49	13
przepływy inw.	-56	-57	-50	-40	-39
CAPEX	56	57	50	50	39
przepływy fin.	-84	-127	-103	-135	-93
dywidenda/buyback	-36	0	-26	-122	-80
FCF	102	157	124	175	126
FCF/EBITDA	101%	138%	34%	86%	72%
CFO/EBITDA	141%	180%	51%	110%	95%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 052	1 031	1 259	1 232	1 167
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
kapitał własny	259	288	505	498	511
udział mniejszości	259	288	505	498	511
dług netto	226	164	69	29	-2
dług netto/EBITDA (x)	224%	144%	19%	15%	-1%
dług netto/kap. wł. (x)	87%	57%	14%	6%	0%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	2,2	3,4	4,9	1,4	1,0	1,0
maksimum	22,1	58,9	26,5	29,0	12,5	9,7
mediana	5,8	8,1	8,9	4,3	4,4	4,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
wolumen sprzedaży	674	680	687	694	700	707	704	703	699	699	699
ceny produktów	2 989	2 665	2 253	2 172	2 173	2 175	2 180	2 186	2 188	2 188	2 188
ceny złomu	1 753	1 692	1 188	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116
przychody	2 632	2 372	2 002	1 946	1 964	1 982	1 984	1 987	1 985	1 988	1 992
EBITDA	361	203	174	118	122	128	129	130	133	130	126
marża EBITDA	13,7%	8,5%	8,7%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,7%	6,5%	6,3%
EBIT	310	153	125	71	75	81	82	83	87	81	78
podatek	57	27	22	11	12	13	13	14	14	13	12
CAPEX	-50	-50	-39	-40	-42	-43	-46	-46	-46	-46	-48
kapitał obrotowy	-129	49	13	2	-1	-1	0	0	0	0	0
FCF	124	175	126	69	67	71	69	70	73	71	67
PV FCF	120	155	101	51	45	43	38	36	34	30	
WACC	9,3%	9,5%	9,7%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	652,9
dług netto	164,0
inne korekty	19,3
wycena DCF na akcję (PLN)	4,78

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	4,65
DCF	50%	4,78
cena wynikowa		4,71
koszt kapitału 9M		7,2%
cena docelowa za 9M		5,05

Famur kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rekordowe od ponad 10 lat ceny węgla energetycznego i koksującego to naszym zdaniem szansa na odbudowę portfela zamówień Grupy Famur na przełomie 2021/22 roku. W efekcie zakładamy, że segment underground w 2022 roku zanotuje ponad 40% r/r wzrost przychodów ze sprzedaży, a wyższe założone ceny przełożą się na poprawę marży do ponad 30%. Dodatkowo w 2022 roku zakładamy pierwszą sprzedaż farm fotowoltaicznych (zakładamy 80MW), co przełoży się na dodatkowy przychód w wysokości ~340 m PLN oraz pozytywną kontrybucję do EBITDA na poziomie ~35 mln PLN. W efekcie Grupa Famur notowana jest na wskaźnikach ~4xEV/EBITDA na lata 2022 i 2023. Spółka naszym zdaniem w tym okresie wciąż utrzymywać będzie nadwyżki gotówki na bilansie w kwocie około 230-270 mln PLN (ponad 0,40 PLN na akcje). Naszym zdaniem perspektywa dynamicznej poprawy wyników w 2022 i 2023 roku przy niskiej waluacji i dużej ilości środków pieniężnych na bilansie może przełożyć się na dalszy wzrost kursu akcji. Podwyższamy po raz kolejny prognozy i wycenę Grupy Famur do 4,01 PLN/akcja (wcześniej 3,01 PLN) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca

3,03 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

4,01 PLN

+32,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	4,01 PLN	2021-10-07	
poprzednia	kupuj	3,01 PLN	2021-09-07	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
ticker	FMF PW	zmiana 1M	+17,0%	+17,5%
ISIN	PLFAMUR00012	zmiana YTD	+34,7%	+8,8%
liczba akcji (mln)	574,8	średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 741,5	średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 323,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-27,0%
free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 165	1 139	983	1 677	1 976
EBITDA	451	416	303	400	455
marża EBITDA	20,8%	36,5%	30,8%	23,8%	23,0%
EBIT	269	239	153	267	326
zysk netto	245	185	114	181	218
P/E	7,1	9,4	15,2	9,6	8,0
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,2	3,1	4,4	3,7	3,4
DPS	0,53	0,00	0,00	0,00	0,22
DYield	17,5%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	+9,2%	+11,8%
EBITDA			0,0%	+10,7%	+15,4%
zysk netto			-0,0%	+21,0%	+29,1%
obroty Underground			0,0%	+13,6%	+17,8%
marża Underground			0,0%	0,0%	+2,4%
dług netto			0,0%	-20,4%	-31,5%
DPS			#DZIEL/0!	#DZIEL/0!	+41,1%

Wyniki i przepływy operacyjne

0,4336

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
obroty Underground	1 621	969	828	1 187	1 379
marża Underground	33,3%	34,0%	28,8%	30,4%	30,9%
przychody elektryka	65	54	49	48	47
przych. Famur Solar	0	0	0	340	450
przepływy oper.	504	640	106	4	210
przepływy oper.	182	177	149	132	128
amortyzacja	66	321	-164	-346	-181
kapitał obrotowy	-15	-105	-123	-112	-114
przepływy inw.	38	146	123	112	114
CAPEX	-185	-238	-12	-109	-233
przepływy fin.	184	272	0	-100	-100
dywidenda/buyback	-305	0	0	0	-127
FCF	415	528	-11	-108	98
FCF/EBITDA	92%	127%	-4%	-27%	22%
CFO/EBITDA	112%	154%	35%	1%	46%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 975	2 492	2 568	2 768	2 848
aktywa trwałe	936	774	754	733	722
goodwill	162	162	162	162	162
kapitał własny	1 557	1 710	1 824	2 005	2 097
udział mniejszości	-46	-28	-28	0	41
dług netto	220	-420	-390	-273	-236
dług netto/EBITDA (x)	0,5	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	18,0	14,0	11,5	10,6	8,1	7,0
maksimum	31,4	27,6	25,7	18,9	16,3	15,1
mediana	21,9	15,5	14,0	11,3	9,3	8,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	983	1 677	1 976	1 905	1 867	1 830,6	1 797,3	1 767	1 738	1 713	1 711
zmiana (r/r)	-14%	71%	18%	-4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%
EBITDA	303	400	455	397	358	330	315	302	289	275	270
marża EBITDA	30,8%	23,8%	23,0%	20,8%	19,2%	18,0%	17,5%	17,1%	16,6%	16,1%	15,8%
amortyzacja	149	132	128	130	131	131	132	134	135	135	131
EBIT	153	267	326	266	227	198	183	168	153	141	139
podatek	27	49	61	50	43	38	35	32	30	27	27
NOPAT	127	218	266	217	184	161	148	136	124	113	112
CAPEX	-123	-112	-114	-117	-119	-121	-124	-126	-129	-131	-131
kapitał obrotowy	-164	-346	-181	85	36	34	32	31	29	41	1
FCF	-11	-108	98	315	231	204	189	174	159	157	113
PV FCF	-11	-97	80	236	159	128	108	91	76	68	
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	0%
zdyskontowana wartość FCF	837,9
dług netto	-420,0
inne korekty	49,2
wycena DCF na akcję (PLN)	3,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	4,40
DCF	50%	3,10
cena wynikowa		3,75
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		4,01

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wstępne szacunki zarządu za 3Q'21 okazały się lepsze od naszych prognoz dzięki zdecydowanie wyższym rezultatom w Segmencie Wyrobów Wyciskanych. Niestety praktycznie cała skala poprawy r/r wyników przypada głównie na ten segment, co może oznaczać wyższą erozję marży w Systemach Aluminiowych i Opakowaniach Giętkich niż zakładaliśmy. Wstępne wyniki mogą wskazywać, że nasze i Zarządu całoroczne prognozy zostaną przekroczone. Wyzwaniem dla Grupy Kęty w przyszłym roku są oczekiwane wyższe koszty płac 37 mln PLN oraz energii elektrycznej 18 mln PLN. Ryzykiem jest również erozja marży w opakowaniach oraz spadek rentowności segmentu systemów ze względu na dynamiczny wzrost cen aluminium. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Gupy Kęty oraz ceny docelowej (599,16 PLN/akcja).

cena bieżąca
cena docelowa

628,00 PLN

potencjał zmiany

599,16 PLN

-4,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	599,16 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
ticker	KTY PW	zmiana 1M	-6,5%
ISIN	PLKETY000011	zmiana YTD	+31,3%
liczba akcji (mln)	9,6	średni obrót 1M	6,1 mln PLN
MC (mln PLN)	6 017,4	średni obrót 6M	5,0 mln PLN
EV (mln PLN)	6 678,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,7
free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 204	3 533	3 923	4 121	4 264
EBITDA	523	672	797	721	739
marża EBITDA	16,3%	19,0%	20,3%	17,5%	17,3%
EBIT	385	526	642	560	568
zysk netto	295	430	508	440	446
P/E	20,3	14,0	11,8	13,7	13,5
P/BV	4,1	3,8	3,6	3,7	3,6
EV/EBITDA	12,8	9,8	8,4	9,4	9,2
DPS	23,99	35,13	44,57	50,38	43,66
DYield	3,8%	5,6%	7,1%	8,0%	7,0%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
aluminium (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
premia producencka (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SOG		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SWW		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SSA		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA SOG	148	233	297	216	214
EBITDA SWW	152	163	221	219	229
EBITDA SSA	237	279	296	304	314
EBITDA pozostałe	-14	-16	-17	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	6	6	7	6	6
przepływy oper.	563	637	543	579	602
amortyzacja	138	147	155	161	171
kapitał obrotowy	86	7	-79	-35	-27
przepływy inw.	-244	-144	-200	-200	-200
CAPEX	244	144	200	200	200
przepływy fin.	-316	-445	-342	-449	-386
dywidenda/buyback	-229	-337	-427	-483	-418
FCF	296	459	399	383	408
FCF/EBITDA	57%	70%	50%	53%	55%
CFO/EBITDA	108%	95%	68%	80%	81%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 779	2 889	3 123	3 150	3 239
aktywa trwałe	1 680	1 672	1 773	1 816	1 851
kapitał własny	1 477	1 586	1 667	1 625	1 652
udział mniejszości	1	1	1	1	2
dług netto	703	562	660	780	814
dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,8	0,8	1,1	1,1
dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,5	3,2	3,1	2,9	2,4	1,6
maksimum	37,2	20,7	19,3	12,9	11,0	10,5
mediana	15,6	10,8	9,8	6,3	6,0	5,1
waga	25%	13%	13%	25%	13%	13%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
aluminium (USD/t)	2 300	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
prem. prod. (USD/t)	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
użyte alum. (tys. t)	113	118	123	128	130	132	132	132	132	132	132
przychody	3 923	4 121	4 264	4 409	4 505	4 589	4 637	4 687	4 737	4 790	4 790
EBITDA	797	721	739	757	768	778	782	787	791	797	797
marża EBITDA	20,3%	17,5%	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,6%
EBIT	642	560	568	575	577	576	574	575	581	589	589
podatek	119	103	105	106	106	106	106	106	108	109	109
CAPEX	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-204	-208	-208	-208	-208
kapitał obrotowy	-79	-35	-27	-27	-20	-18	-13	-13	-13	-13	-5
FCF	399	383	408	424	442	453	459	459	462	467	476
PV FCF	386	343	338	325	313	297	278	257	239	222	
WACC	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdykontowana wartość FCF	2 998
dług netto	898
inne korekty	1
wycena DCF na akcję (PLN)	599,92

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	527,29
DCF	50%	599,92
cena wynikowa		563,60
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		599,16

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie ceny słonecznika w sezonie 2020/21 zachęciły lokalnych rolników do zwiększenia areału uprawy (prawie 7 mln ha na sezon 2021/22 - rekord). Duży zasiew z wysokim prawdopodobieństwem implikować będzie rekordowe zbiory słonecznika (rośliny oleiste +20% r/r), a w efekcie mniejszą konkurencję o ziarno i wzrost marży na tłoczeniu w sezonie 2021/22 (już obecnie widać wzrost marży modelowej). Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy oczekuje, że w 2021 roku zbiory zbóż przekroczy 75 mln ton, co będzie najwyższym poziomem od 2019 roku. Kernel chcąc skorzystać ze sprzyjających wysokich cen zbóż zabezpieczył większość ceny sprzedaży dla zbiorów w sezonie 2021/22. To implikować będzie utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie produkcji rolnej na poziomie ponad 300 mln USD w 2021/22 roku. Rekordowe w historii Spółki wyniki finansowe oraz perspektywa spadku wydatków inwestycyjnych po 2021 roku są naszym zdaniem gwarantem zwiększenia strumienia dywidend do akcjonariuszy. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla Kernel oraz ceny docelowej (75,85 PLN/akcja).

cena bieżąca
cena docelowa

61,90 PLN

potencjał zmiany

75,85 PLN

+22,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	75,85 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
ticker	KER PW	zmiana 1M	+8,0%	+8,6%
ISIN	LU0327357389	zmiana YTD	+26,6%	+0,7%
liczba akcji (mln)	84,0	średni obrót 1M	6,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 201,5	średni obrót 6M	6,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 219,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-
free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
przychody	3 992	4 107	5 481	5 544	5 261
EBITDA	346	443	710	604	470
marża EBITDA	8,7%	10,8%	12,9%	10,9%	8,9%
EBIT	269	337	605	485	348
zysk netto	189	118	356	309	185
P/E	6,9	11,2	3,7	4,3	7,1
P/BV	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,8	5,3	3,3	3,7	4,6
DPS	0,25	0,25	0,42	1,00	1,47
DYield	1,6%	1,6%	2,7%	6,4%	9,4%

Zmiana prognoz	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
marża olej (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
marża infrastruktura (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
marża rolnictwo (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
sprzerób słonecznika (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%
wolumen rolnictwo (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%
wolumen infrastruktura (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA oleje	109	152	70	158	159
EBITDA infrastruktura	105	216	421	190	190
EBITDA rolnictwo	182	134	311	311	163
EBITDA inne	-51	-59	-83	-55	-42
EBITDA/t	13	19	29	21	16
przepływy oper.	320	269	392	458	389
amortyzacja	76	106	105	120	122
kapitał obrotowy	-173	-71	-99	-71	-3
przepływy inw.	-241	-203	-273	-156	-120
CAPEX	234	173	273	156	120
przepływy fin.	29	224	-169	-224	-261
dywidenda/buyback	-20	-21	-35	-84	-124
FCF	-73	178	303	352	331
FCF/EBITDA	-21%	40%	43%	58%	71%
CFO/EBITDA	93%	61%	55%	76%	83%

Model DCF

(mln USD)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
marża olej (USD/t)	50	108	103	96	90	84	80	75	72	70	68
pszenica (USD/t)	235	220	195	195	195	195	195	195	195	196	197
kukurydza (USD/t)	250	240	190	190	190	190	190	190	190	190	191
przychody	5 481	5 544	5 261	5 324	5 391	5 452	5 496	5 539	5 582	5 636	5 638
EBITDA	710	604	470	432	430	410	400	393	385	384	382
marża EBITDA	12,9%	10,9%	8,9%	8,1%	8,0%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,8%
EBIT	605	485	348	309	304	282	269	260	249	245	244
podatek	35	25	15	12	12	10	10	9	8	8	8
CAPEX	-273	-156	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
kapitał obrotowy	-99	-71	-3	-23	-24	-23	-22	-20	-20	-21	-17
FCF	303	352	331	274	268	249	238	232	221	217	219
PV FCF	350	352	286	204	173	138	115	96	80	68	
WACC	15,4%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
aktywa	2 464	3 165	3 551	3 788	3 742
aktywa trwałe	1 207	1 634	1 804	1 845	1 849
kapitał własny	1 351	1 493	1 813	2 039	2 100
udział mniejszości	-5	1	1	1	1
dług netto	691	1 017	1 019	892	834
dług netto/EBITDA (x)	200%	230%	144%	148%	177%
dług netto/kap. wł. (x)	51%	68%	56%	44%	40%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,0	3,8	5,6	2,1	2,0	2,2
maksimum	17,0	18,2	16,8	12,3	11,4	10,4
mediana	12,5	12,9	11,8	6,8	7,7	6,7
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdykontowana wartość FCF	1 862,2
dług netto	1 052,1
inne korekty	1,5
wycena DCF na akcję (PLN)	54,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	80,46
DCF	50%	54,45
cena wynikowa		67,45
koszt kapitału 9M		12,5%
cena docelowa za 9M		75,85

Mo-BRUK akumuluj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl
Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09 piotr.poniatowski@mbank.pl

Wyniki 2Q'21 były wyraźnie wyższe r/r oraz lepsze od naszych prognoz. Mo-Bruk poinformował również o oddaleniu w całości kary Marszałka Województwa Dolnośląskiego za składowanie odpadów w Wałbrzychu. Dodatkowo przy okazji prezentacji wyników za 2Q'21 Spółka poinformowała o nowych przetargach w zakresie unieszkodliwiania bomb ekologicznych w Polsce. Prawdopodobna wygrana Mo-Bruku poprawia perspektywy backlogu w segmencie spalania na 2022 rok. Nie zmieniamy naszej rekomendacji akumuluj dla Mo-BRU oraz ceny docelowej (397,63 PLN).

cena bieżąca	353,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	397,63 PLN	+12,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	397,63 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane			MBR PW	vs. WIG
ticker	MBR PW	zmiana 1M	-0,6%	-0,0%
ISIN	PLMOBRK00013	zmiana YTD	+68,2%	+42,3%
liczba akcji (mln)	3,5	średni obrót 1M		1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 240,0	średni obrót 6M		2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 174,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	-8,6%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	131	178	219	241	261
EBITDA skor.	57	100	128	136	144
marża EBITDA	43,6%	56,1%	58,4%	56,4%	55,2%
EBIT skor.	51	94	121	127	136
zysk netto skor.	41	76	97	103	110
P/E skor.	31,0	16,3	12,7	12,1	11,3
P/BV	9,5	7,6	6,6	5,8	5,1
EV/EBITDA skor.	21,9	11,9	9,2	8,5	7,9
DPS	4,82	13,76	20,15	22,20	23,39
DYield	1,4%	3,9%	5,7%	6,3%	6,6%
zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
wol. Spalanie			0,0%	0,0%	0,0%
wol. Stabilizacja			0,0%	0,0%	0,0%
wol. RDF			0,0%	0,0%	0,0%
ceny Spalanie			0,0%	0,0%	0,0%
ceny Stabilizacja			0,0%	0,0%	0,0%
ceny RDF			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
obroty spalanie	37	68	99	99	101
obroty stabilizacja	52	60	69	85	97
obroty RDF	26	34	46	52	58
przychody na tonę	492	784	903	870	858
EBITDA na tonę	215	439	528	491	474
przepływy oper.	40	74	101	107	114
amortyzacja	6	6	7	9	8
kapitał obrotowy	-6	-5	-10	-7	-6
przepływy inw.	-1	5	-9	-17	-6
CAPEX	-2	10	-9	-17	-6
przepływy fin.	-27	-57	-73	-80	-82
dywidenda/buyback	-17	-48	-71	-78	-82
FCF	40	87	85	88	105
FCF/EBITDA	71%	87%	67%	65%	73%
CFO/EBITDA	71%	74%	79%	78%	79%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	190	209	231	252	277
aktywa trwałe	134	120	119	125	120
kapitał własny	132	163	189	214	242
udział mniejszości	0	0	0	0	0
dług netto	-13	-49	-66	-78	-104
dług netto/EBITDA (x)	-23%	-47%	-51%	-57%	-72%
dług netto/kap. wł. (x)	-10%	-30%	-35%	-36%	-43%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,9	7,5	6,2	3,2	4,1	4,3
maksimum	165,6	74,6	61,0	18,2	15,6	12,3
mediana	16,6	12,9	12,0	8,8	7,9	7,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
ceny Spalanie	4 500	4 500	4 500	4 500	4 410	4 278	4 149	4 170	4 191	4 212	4 233
ceny Stabilizacja	490	515	535	535	530	522	514	517	519	522	524
ceny RDF	575	578	578	578	566	549	533	536	538	541	544
przychody	219	241	261	274	277	278	278	286	295	303	313
EBITDA	128	136	144	147	143	137	129	130	130	130	131
marża EBITDA	58,4%	56,4%	55,2%	53,7%	51,7%	49,2%	46,5%	45,4%	44,2%	42,9%	41,8%
EBIT	121	127	136	139	135	128	121	122	122	120	122
podatek	24	25	27	27	26	25	24	24	24	23	24
CAPEX	-9	-17	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9
kapitał obrotowy	-10	-7	-6	-5	-3	-3	-2	-4	-4	-1	-2
FCF	85	88	105	108	106	101	95	94	94	97	96
PV FCF	84	79	88	83	75	66	57	52	48	45	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zyskontowana wartość FCF	676,1
dług netto	22,2
inne korekty	-5,0
wycena DCF na akcję (PLN)	382,78

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	365,27
DCF	50%	382,78
cena wynikowa		374,03
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		397,63

PKP Cargo sprzedaj (bez zmian)

Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09 piotr.poniatowski@mbank.pl
Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Co prawda dane przewozowe raportowane co miesiąc wykazują dodatnią dynamikę r/r, to jednak zwracamy uwagę, że jest to efekt przede wszystkim bardzo mocno obniżonej bazy porównawczej roku 2020, mocno obciążonego przez pandemię. Przewozy nadal są poniżej 2019 roku co wskazuje na słabe wyniki (wysoka strona kosztów stałych). Grupa pod koniec sierpnia podpisała porozumienie ze związkami zawodowymi odnośnie podwyżki wynagrodzeń, którego koszty obciążą wyniki przede wszystkim 3Q'21 (dodatkowe 21,4 mln PLN). Mocna pozycja związków zawodowych będzie naszym zdaniem jeszcze przez długi czas ciążyła na finansach Grupy i przekładała się na rosnące koszty wynagrodzeń. Dodatkowo, po stronie kosztowej Grupa będzie też znacząco odczuwała wysokie ceny paliw, a w przyszłym roku podwyżkę cen energii elektrycznej. Dopiero zaadresowanie tych problemów (wysokie koszty wynagrodzeń, powolne wzrosty przewozów) mogłoby naszym zdaniem zmienić sentyment do spółki. Rosnąca baza kosztowa, jedynie powolne wzrosty danych przewozowych, wysoki poziom zadłużenia, a także wysokie potrzeby i nakłady inwestycyjne powodują, że nie zmieniamy naszego negatywnego postrzegania Grupy.

cena bieżąca	18,58 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	16,21 PLN	-12,8%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	16,21 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane		PKP PW	vs. WIG
ticker	PKP PW	zmiana 1M	-3,7%
ISIN	PLPKPCR00011	zmiana YTD	+35,6%
liczba akcji (mln)	44,8	średni obrót 1M	1,9 mln PLN
MC (mln PLN)	832,1	średni obrót 6M	2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	3 205,0	EV/EBITDA 12M fwd	0,0
free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	4 782	4 076	4 362	4 694	4 946
EBITDA skor.	830	460	722	821	862
marża EBITDA	17,4%	11,3%	16,5%	17,5%	17,4%
EBIT skor.	114	-307	-57	40	116
zysk netto skor.	6	-345	-109	-26	31
P/E skor.	146,0	-	-	-	26,6
P/BV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	3,5	6,8	4,4	3,9	3,4
DPS	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	8,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
przychody ze sprzedaży		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
praca przewozowa (mln tkm)		0,0%	0,0%	0,0%	
masa towarowa (mln ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
koszty / tkm		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
energia trakcyjna	407	377	421	458	478
paliwo trakcyjne	177	116	143	159	165
wynagrodzenia	1 737	1 638	1 553	1 631	1 756
dostęp do infrastruktury	573	517	547	599	636
pozostałe	1 065	971	991	1 027	1 048
przepływy oper.	807	553	742	831	851
amortyzacja	717	767	778	781	747
kapitał obrotowy	16	17	14	17	13
przepływy inw.	-815	-655	-843	-825	-577
CAPEX	-1 028	-659	-850	-832	-585
przepływy fin.	111	-146	102	50	49
dywidenda/buyback	-67	0	0	0	0
FCF	-197	-23	-97	10	277
FCF/EBITDA	-7%	-1%	-3%	0%	9%
CFO/EBITDA	94%	95%	103%	101%	99%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	7 991	7 559	7 496	7 612	7 771
aktywa trwałe	6 504	6 397	6 286	6 290	6 085
kapitał własny	3 423	3 144	3 035	3 009	3 040
udział mniejszości	0	0	0	0	0
dług netto	2 072	2 274	2 373	2 366	2 092
dług netto/EBITDA (x)	2,4	3,9	3,3	2,9	2,4
dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	17-23P
minimum	3,2	2,9	2,6	4,0	3,5	4,8	-2%
maksimum	41,8	32,6	30,7	17,3	15,9	15,0	12%
mediana	19,3	15,2	16,2	7,5	7,0	7,3	3%
waga	0%	0%	50%	17%	17%	17%	0%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
praca przewozowa	24 495	26 063	27 129	27 370	27 017	26 418	26 350	26 958	27 864	28 621	28 435
średnie ceny	147	149	152	154	156	159	161	163	166	168	171
koszt / tkm	181	179	178	179	181	184	186	188	188	190	194
przychody	4 362	4 694	4 946	5 060	5 071	5 038	5 099	5 286	5 533	5 758	5 807
EBITDA	722	821	862	883	881	878	873	898	934	962	949
marża EBITDA	16,5%	17,5%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,1%	17,0%	16,9%	16,7%	16,3%
EBIT	-57	40	116	164	184	186	187	229	283	312	290
podatek	-17	-4	14	26	31	31	32	42	56	63	58
CAPEX	-850	-832	-585	-535	-679	-730	-579	-579	-558	-561	-564
kapitał obrotowy	14	17	13	6	1	-2	3	9	13	11	2
FCF	-97	10	277	328	171	114	265	286	333	349	330
PV FCF	-93	9	238	266	130	82	177	177	187	172	
WACC	6,0%	5,8%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,8%	7,6%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
wartość firmy (EV)	2 957
dług netto	2 274
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	15,24

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	31,56
DCF	100%	15,24
cena wynikowa		15,24
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		16,21

Pozbud trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Po znaczących zmianach w akcjonariacie w 2020 roku Pozbud ma zostać spółką holdingową o zdywersyfikowanej strukturze przychodów. Grupa z portfelem projektów 460 MW opartych o odnawialne źródła energii zamierza rozpocząć działalność w zakresie kompleksowego przygotowania i realizacji wraz z zarządzaniem projektów elektrowni fotowoltaicznych i wiatrowych, czego skutkiem może być nawet 140 mln PLN rocznej sprzedaży od 2024 roku. Pozbud wkrótce może ogłosić współpracę z zagranicznym podmiotem, co pozwoliłoby na uzyskanie odpowiednich referencji, technologii i dostępu do nowych produktów. Spółka w konsorcjum z Mag-Train złożyła najlepsze oferty na modernizację taboru kolejowego dla PKP Intercity za 594 mln PLN, z czego oczekujemy, że pierwsza umowa (70,6 mln PLN) może zostać podpisana we wrześniu, a druga w 4Q'21 (391,7 mln PLN). Pozbud jeszcze przez ponad 2 lata będzie realizować kontrakt GSM-R na kolei (zostało 420 mln PLN do zaksięgowania), po czym zamierza rozwinąć ofertę świadczenia usług w zakresie realizacji inwestycji kolejowych oraz budowy sieci światłowodowych. W przypadku segmentu stolarki otworowej Grupa zamierza skorzystać z dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, co pozwoliłoby na odbudowę skali przychodów segmentu do 100 mln PLN w 2025 roku (z 28 mln PLN w 2020 roku). Podjęte inicjatywy naszym zdaniem dają szansę na co najmniej podwojenie skali sprzedaży w perspektywie najbliższych 5-ciu lat i wyraźnego wzrostu wyników finansowych. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Pozbud oraz ceny docelowej (5,24 PLN/akcja).

cena bieżąca	4,50 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	5,24 PLN	+16,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	5,24 PLN	2021-09-06

Podstawowe dane		POZ PW	vs. WIG
ticker	POZ PW	zmiana 1M	-
ISIN	PLPZBDT00013	zmiana YTD	-
liczba akcji (mln)	44,8	średni obrót 1M	0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	201,8	średni obrót 6M	0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	251,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,5 +60,3%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	4,1 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	197	194	220	338	417
EBITDA skor.	37	51	37	44	53
marża EBITDA	18,8%	26,1%	16,7%	13,1%	12,8%
EBIT skor.	30	42	28	36	45
zysk netto skor.	16	25	20	23	29
P/E skor.	7,4	8,1	10,0	8,6	6,9
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	5,0	5,4	6,8	6,5	5,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
usługi bud.		0,0%	0,0%	0,0%	
OZE		0,0%	0,0%	0,0%	
przem. kolej.		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
DPS		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
deweloperka	29	7	5	0	0
usługi bud.	110	159	170	190	180
GSMR	96	83	150	170	150
OZE	0	0	0	64	90
przem. kolej.	0	0	0	24	72
przepływy oper.	6	33	27	-22	21
amortyzacja	7	8	8	8	8
kapitał obrotowy	-26	-16	-5	-60	-24
przepływy inw.	-7	-1	-5	-8	-5
CAPEX	-3	-1	-5	-8	-5
przepływy fin.	-20	-8	-24	7	-10
dywidenda/buyback	0	0	0	0	-6
FCF	8	34	32	-14	26
FCF/EBITDA	23%	67%	87%	-33%	48%
CFO/EBITDA	15%	65%	74%	-51%	39%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	360	524	521	557	584
aktywa trwałe	168	208	205	204	201
kapitał własny	151	222	242	265	289
udział mniejszości	0	0	0	3	6
dług netto	65	69	50	84	78
dług netto/EBITDA (x)	174%	137%	136%	190%	146%
dług netto/kap. wł. (x)	43%	31%	21%	32%	27%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	4,0	7,8	6,1	2,9	3,3	3,1
maksimum	22,4	14,9	13,4	9,3	9,8	9,4
mediana	10,6	10,4	10,7	6,7	6,0	5,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
usługi bud.	110	159	170	190	180	100	100	100	100	100	100
OZE	0	0	0	64	90	138	184	184	184	184	184
przem. kolej.	0	0	0	24	72	89	60	60	60	60	60
przychody	220	338	417	417	444	446	448	450	452	454	457
EBITDA	37	44	53	48	52	52	52	52	52	52	51
marża EBITDA	16,7%	13,1%	12,8%	11,4%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%	11,1%
EBIT	28	36	45	39	44	44	44	45	45	45	46
podatek	5	6	8	7	8	8	8	8	8	9	8
CAPEX	-5	-8	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
kapitał obrotowy	-5	-60	-24	-34	-34	0	0	0	0	0	0
FCF	22	-30	16	2	4	39	39	39	39	39	37
PV FCF	21	-27	13	1	3	25	22	20	18	16	
WACC	9,1%	8,7%	8,8%	8,7%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,9%	10,0%	10,0%
risk-free rate	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,3
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	301,7
dług netto	69,2
inne korekty	0,0
wycena DCF na akcję (PLN)	5,19

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	4,57
DCF	50%	5,19
cena wynikowa		4,88
koszt kapitału 9M		7,4%
cena docelowa za 9M		5,24

Stalprodukt trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące koszty energii elektrycznej, gazu ziemnego, węgla koksującego i energetycznego oraz certyfikatów CO₂, to co najmniej 110 mln PLN dodatkowych kosztów dla Grupy Stalprodukt w 2022 roku. Dodatkowo w IH'21 Grupa zakończyła flotację urobku z kopalni Olkusz Pomorzany i od 3Q'21 segment cynku będzie głównie kojarzony z hutą oraz recyklingiem (brak integracji pionowej). Dodatkowo marże hutnicze wciąż pozostają pod presją. W segmencie blach transformatorowych oraz profili Grupa nie skorzysta już w 2H'21 z efektu FIFO związanego z wyceną zapasów (ceny stali pelżająco spadają od VI'21). Obniżamy nasze prognozy na 2022 i 2023 rok oraz wycenę do 299,44 PLN akcja (wcześniej 403,06 PLN). Perspektywa spadku wyników w 2022 roku naszym zdaniem będzie ciążyła nad kursem Stalprodukt. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

cena bieżąca

293,00 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

299,44 PLN

+2,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	299,44 PLN	2021-10-07	
poprzednia	trzymaj	403,06 PLN	2021-06-02	
Podstawowe dane			STP PW	vs. WIG
ticker	STP PW	zmiana 1M	-7,0%	-6,5%
ISIN	PLSTLPD00017	zmiana YTD	-0,5%	-26,4%
liczba akcji (mln)	5,6	średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 635,0	średni obrót 6M	1,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 189,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-3,2%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 816	3 321	4 601	4 175	3 836
EBITDA	371	363	505	350	336
marża EBITDA	9,7%	10,9%	11,0%	8,4%	8,8%
EBIT	204	196	345	189	181
zysk netto	142	173	255	136	130
P/E	11,5	9,5	6,4	12,0	12,5
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,3	3,9	2,4	3,2	2,8
DPS	6,37	0,00	6,00	13,70	14,62
DYield	2,2%	0,0%	2,0%	4,7%	5,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			+1,4%	-14,5%	-17,7%
zysk netto (skor.)			+2,1%	-25,0%	-29,7%
blacha trans. (PLN/t)			0,0%	2,3%	0,0%
cynk (PLN/t)			+7,4%	6,0%	4,2%
ołów (PLN/t)			+10,0%	0,0%	0,0%
blachy trans. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
cynk (tys. t)			0,0%	6,3%	0,0%
profile (tys. T)			0,0%	7,9%	8,2%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
blachy trans. (tys. t)	132	111	130	133	135
pyły cynkowe (tys. t)	0	110	150	175	195
cynk (tys. t)	154	154	152	140	136
kształtowniki (tys. t)	184	164	171	179	174
bariery drog. (tys. t)	21	19	20	25	18
przepływy oper.	370	350	414	272	352
amortyzacja	168	167	160	161	155
kapitał obrotowy	33	-7	-99	25	45
przepływy inw.	-235	-241	-120	-100	-105
CAPEX	243	225	120	100	105
przepływy fin.	-203	-78	-36	-79	-84
dywidenda/buyback	-36	0	-33	-76	-82
FCF	141	113	217	238	240
FCF/EBITDA	36%	30%	43%	68%	71%
CFO/EBITDA	93%	92%	82%	78%	105%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	4 345	4 360	4 726	4 617	4 619
aktywa trwałe	2 407	2 424	2 383	2 323	2 274
kapitał własny	2 650	2 802	3 105	3 046	3 089
udział mniejszości	108	112	131	144	156
dług netto	-134	-318	-577	-670	-834
dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,8	-1,1	-1,9	-2,5
dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	1,7	3,4	6,0	1,4	1,0	1,1
maksimum	41,7	28,5	20,4	21,6	17,2	13,3
mediana	6,9	9,3	10,2	3,8	3,9	4,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
blacha trans. (PLN/t)	8 579	8 100	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920
cynk (PLN/t)	10 817	9 540	9 000	8 460	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280
ołów (PLN/t)	8 206	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
przychody	4 601	4 175	3 836	3 772	3 727	3 722	3 718	3 715	3 713	3 727	3 742
EBITDA	505	350	336	284	254	269	268	267	277	266	267
marża EBITDA	11,0%	8,4%	8,8%	7,5%	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	7,5%	7,1%	7,1%
EBIT	345	189	181	133	106	121	127	125	133	124	127
podatek	68	37	36	26	21	24	25	25	26	24	25
CAPEX	-120	-100	-105	-110	-116	-122	-128	-134	-141	-141	-141
kapitał obrotowy	-99	25	45	-17	-21	-30	-30	1	0	-3	-3
FCF	217	238	240	131	97	93	85	109	111	98	98
PV FCF	212	212	196	97	66	58	48	56	52	42	
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 486
dług netto	-318
inne korekty	112
wycena DCF na akcję (PLN)	303,24

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	256,24
DCF	50%	303,24
cena wynikowa		279,74
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		299,44

E-commerce

Allegro

sprzedaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Allegro wprowadziło we wrześniu'21 zmiany do subskrypcji SMART! Dostawa kurierska w ramach programu jest realizowana obecnie od 40 PLN. Tym samym urzeczywistnia się nasz scenariusz z niedawno opublikowanego raportu analitycznego. Zmiana warunków programu Smart! wpłynie na wielkość kosztów dostaw netto i obniży poziom rentowności EBITDA. Szybkie tempo reakcji Allegro na ruch Amazona to dla nas jasny sygnał: kluczowe dla Allegro jest utrzymanie wysokiej dynamiki przychodów. Dalsze zmiana warunków Smart! korzystnych dla klienta i tym samym presja na rentowność EBITDA Allegro jest prawdopodobna. To skuteczna broń w walce o polski rynek, zwłaszcza w kontekście utraty market share Allegro, której się spodziewamy w najbliższych latach. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki. Jednocześnie zwracamy uwagę, że oferta Amazona pozostaje atrakcyjna. Ten gracz nie wymaga obecnie od klienta uczestniczenia w programie lojalnościowym, by korzystać z darmowej przesyłki (w przeciwieństwie do Allegro).

cena bieżąca

55,50 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

52,40 PLN

-5,6%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	52,40 PLN	2021-09-20

Podstawowe dane			ALE PW	vs. WIG
ticker	ALE PW	zmiana 1M	-21,4%	-20,9%
ISIN	LU2237380790	zmiana YTD	-34,5%	-60,4%
liczba akcji (mln)	1 023,3	średni obrót 1M	91,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	56 790,7	średni obrót 6M	81,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	60 082,6	EV/EBITDA 12M fwd	24,0	-24,9%
free float	37,7%	EV/EBITDA 5Y avg	32,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 592	3 998	5 329	6 330	7 554
EBITDA	1 325	1 587	2 104	2 356	2 760
marża EBITDA	51,1%	39,7%	39,5%	37,2%	36,5%
EBIT	886	1 123	1 613	1 851	2 209
zysk netto	393	419	1 118	1 341	1 662
P/E	144,5	135,7	50,8	42,3	34,2
P/BV	8,5	7,0	6,2	5,3	4,6
EV/EBITDA	47,4	38,5	28,6	25,0	20,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
GMV (mld PLN)	22,8	35,1	41,6	48,6	57,9
przychody	2 592	3 998	5 329	6 330	7 554
marketplace	2 100	3 231	4 355	5 139	6 120
reklama	207	338	471	577	698
porównywanie cen	146	190	194	218	247
1P	115	217	286	372	465
inne	25	22	23	24	24
EBITDA skorygowana	1 338	1 750	2 144	2 456	2 860
marża	51,6%	43,8%	40,2%	38,8%	37,9%
amortyzacja	439	464	491	506	551
EBIT	886	1 123	1 613	1 851	2 209
marża	34,2%	28,1%	30,3%	29,2%	29,2%
dział. finansowa i inne	373	506	215	174	132
podatek	-120	-198	-280	-335	-415
zysk netto	393	419	1 118	1 341	1 662

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	5 329	6 330	7 554	8 807	10 119	11 410	12 781	14 103	15 363	16 669	17 336
EBITDA	2 104	2 356	2 760	3 210	3 673	4 145	4 672	5 167	5 608	6 050	6 292
marża EBITDA	39,5%	37,2%	36,5%	36,5%	36,3%	36,3%	36,6%	36,6%	36,5%	36,3%	36,3%
amortyzacja	491	506	551	601	609	675	799	922	1 042	1 213	1 262
EBIT	1 613	1 851	2 209	2 609	3 065	3 471	3 874	4 245	4 566	4 837	5 030
podatek	307	352	420	496	582	659	736	807	868	919	956
NOPLAT	1 307	1 499	1 789	2 113	2 482	2 811	3 138	3 438	3 698	3 918	4 075
CAPEX	-500	-800	-900	-572	-658	-742	-831	-917	-999	-1 083	-1 127
kapitał obrotowy	-52	-13	-30	-27	-21	-17	-16	-9	-3	1	2
FCF	1 246	1 192	1 410	2 116	2 412	2 728	3 090	3 434	3 739	4 049	4 211
PV FCF	1 224	1 080	1 179	1 630	1 713	1 785	1 864	1 909	1 916	1 912	
WACC	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
dług netto / EV	4,8%	3,3%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	1 247	1 510	1 813	2 108	2 414
CFO/EBITDA	93%	86%	85%	86%	84%
CAPEX	-143	-231	-500	-800	-900
aktywa ogółem	14 278	15 148	15 568	16 139	17 060
kapitał własny	6 670	8 090	9 232	10 656	12 401
dług netto	6 019	4 326	3 292	2 217	895
dług netto/EBITDA (x)	4,5	2,5	1,5	0,9	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	8,3	7,4	6,5	4,8	4,2	3,7
maksimum	990,2	321,1	156,3	172,6	118,1	70,3
mediana	37,5	31,4	28,0	24,2	19,5	15,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	4,0%
zdyskontowana wartość FCF	44 193
dług netto MSSFI6	4 326
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	54,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	43,67
DCF	50%	54,80
cena wynikowa		49,26
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		52,40

Answeary kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel +48 22 438 24 06 pawel.szpigel@mbank.pl

Answeary opublikował wyniki za 2Q'21, które nas rozczarowały. Po pierwsze koszty wynagrodzeń istotnie zwiększyły się (140% r/r) ze względu na rozbudowę zespołu, zaksięgowanie premii za wyniki (>2 mln PLN) oraz programu motywacyjnego (1,7 mln PLN). Po drugie, zaobserwowaliśmy wzrost kosztów logistyki (14,8% przychody w 2Q'21 vs. 14,0% rok wcześniej) i marketingu (13,9% przychodów w 2Q'21 vs 10,5% w 2Q'20 i 16,5% w 1Q'21). Spółka zwiększyła przychody w 2Q'21 o 41% r/r, zestaw KPI jest obiecujący. ANR istotnie zwiększył współczynnik konwersji (2,38% w 2Q'21 vs. 1,86% rok wcześniej i 2,03% w 1Q'21) oraz liczbę zamówień (+26% r/r) i średnią wartość zamówienia (+13% r/r). Spółka zaraportowała w 1H'21 17,6 mln PLN EBITDA IFRS 16, tym samym nasza prognoza wyniku na cały 2021 jest zrealizowana w 44%. Stąd, biorąc pod uwagę sezonowość sprzedaży spółki oraz wysoką dynamikę rozwoju rynku odzieżowego e-commerce w Polsce, podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Ponadto, Answeary opublikował wstępne dane sprzedażowe za 3Q'21. Sprzedaż online wzrosła o 73% R/R, osiągając kwotę 161 mln PLN. Z kolei przychody ze sprzedaży według sprawozdawczości MSSF w 3Q'21 wyniosły 155 mln PLN osiągając dynamikę R/R na poziomie 72%. De facto dynamika sprzedaży jest istotnie wyższa niż w 2Q'21 (odpowiednio +37% R/R sprzedaż online oraz +39% przychody w MSSF). Po 9M'21 nasza prognoza sprzedaży jest zrealizowana w >71%.

cena bieżąca	35,50 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	51,20 PLN	+44,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	51,20 PLN	2021-08-04

Podstawowe dane			ANR PW	vs. WIG
ticker	ANR PW	zmiana 1M	-4,6%	-4,0%
ISIN	PLANSWR00019	zmiana YTD	-	-
liczba akcji (mln)	17,2	średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	610,2	średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	604,0	EV/EBITDA 12M fwd	14,4	-10,5%
free float	18,7%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	311	409	594	739	908
EBITDA	10	30	41	48	59
marża EBITDA	3,1%	7,4%	6,8%	6,4%	6,5%
EBIT	4	22	31	37	48
zysk netto	11	9	22	27	36
P/E	47,9	71,4	28,1	23,0	17,0
P/BV	9,6	9,4	4,7	3,9	3,2
EV/EBITDA	57,0	20,6	14,9	12,8	10,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba wizyt (mln)	116,2	139,0	171,6	209,1	250,3
stopa konwersji	1,8%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%
liczba zamówień	2 062	2 557	3 484	4 287	5 180
śr. wart. zamówienia	221,0	237,0	256,0	261,1	266,3
MBNS	41,6%	41,6%	42,6%	42,0%	42,0%
przepływy oper.	-2,4	15,3	-1,2	16,5	23,4
amortyzacja	5,2	3,1	3,0	4,0	4,4
kapitał obrotowy	-12,8	-17,9	-38,7	-26,8	-29,5
przepływy inw.	-4,3	-3,3	-13,8	-7,8	-10,2
CAPEX	-4,3	-5,4	-13,8	-7,8	-10,2
przepływy fin.	11,3	-2,1	33,6	-10,7	-10,7
dywidenda/buyback	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-8,3	-5,1	-17,8	6,0	10,5
FCF/EBITDA	-	-	-	-	20%
CFO/EBITDA	-	-	-	40%	45%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
liczba wizyt (mln)	171,6	209,1	250,3	294,6	341,5	390,5	440,8	492,0	543,5	594,6	
stopa konwersji (%)	2,03%	2,05%	2,07%	2,09%	2,10%	2,11%	2,12%	2,13%	2,14%	2,15%	
zwroty (%)	29,6%	30,1%	30,4%	30,5%	30,5%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	
przychody	594	739	908	1 098	1 304	1 527	1 767	2 021	2 287	2 564	2 667
EBITDA (MSR17)	34	41	52	67	82	101	118	136	152	168	175
marża	5,7%	5,5%	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,5%	6,5%
EBIT	31	37	48	62	76	93	109	125	141	157	163
podatek	6	7	9	12	14	18	21	24	27	30	31
CAPEX	-14	-8	-10	-24	-10	-11	-23	-11	-11	-11	-12
kapitał obrotowy	-39	-27	-30	-35	-41	-45	-48	-51	-53	-55	-58
FCF	-18	6	11	3	24	35	35	51	61	72	74
PV FCF	-17	5	9	2	16	23	20	27	31	33	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
koszty marketingu	40	49	82	102	125
narzut na sprzedaż	12,8%	12,0%	13,8%	13,8%	13,8%
koszty logistyki	55	63	91	114	140
narzut na sprzedaż	17,7%	15,3%	15,3%	15,4%	15,4%
środki pieniężne	12	23	41	39	42
dług netto	27	12	-6	-4	-7
dług netto/EBITDA (x)	2,8	0,5	-0,2	-0,1	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	17,4	15,0	13,5	5,2	4,2	3,9
maksimum	91,6	78,3	58,4	100,1	46,1	25,7
mediana	28,2	25,0	22,8	17,9	14,8	12,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	4,0%
zdyskontowana wartość FCF	910
dług netto	-33
inne korekty	-23
wycena DCF na akcję (PLN)	53,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	42,60
DCF	50%	53,51
cena wynikowa		48,05
koszt kapitału 9M		6,6%
cena docelowa za 9M		51,20

Shoper trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Shoper jest liderem rynku rozwiązań SaaS IT dla małego i średniego e-commerce w Polsce. Spółka oferuje swoisty ekosystem relatywnie łatwych w obsłudze narzędzi pokrywających szeroki wachlarz potrzeb merchanta. Inwestycja w Shoper to dla inwestorów możliwość ekspozycji na najszybciej rosnącą część e-commerce w Polsce: małych i średnich merchantów, którzy dzięki Shoper zyskują możliwość prowadzenia najbardziej optymalnego z ich punktu widzenia modelu sprzedaży w sieci, tj. omnichannel (sklep własny + integracje z marketplace). Bardzo szybki wzrost wyników (CAGR przychodów ex. przejęcia 2021-26 =31%), wysoka rentowność oraz niska kapitałochłonność biznesu przekładają się na wysokie FCFEs. Spółka zadebiutowała na GPW w czerwcu'21, a jej notowania wzrosły od tego momentu o blisko 60%. Shoper przejął ostatnio Shoplo (trzeciego dostawcę IT dla e-sklepów w Polsce), co uwzględniamy w naszym modelu finansowym. Jedną akcję Shoper wyceniamy na 71,50 PLN. Szansą dla Shopera w najbliższych kwartałach będzie dalsza konsolidacja polskiego rynku SaaS dla merchantów internetowych.

cena bieżąca
cena docelowa

66,80 PLN

71,50 PLN

potencjał zmiany**+7,0%**

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	71,50 PLN	2021-08-24

Podstawowe dane			SHO PW	vs. WIG
ticker	SHO PW	zmiana 1M	-1,5%	-0,9%
ISIN	PLSHPR000021	zmiana YTD	-	-
liczba akcji (mln)	28,5	średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 904,8	średni obrót 6M	3,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 888,0	EV/EBITDA 12M fwd	40,6	-4,7%
free float	27,5%	EV/EBITDA 5Y avg	42,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	28	47	80	121	152
EBITDA	8	20	32	48	64
marża EBITDA	28,7%	42,2%	40,4%	39,4%	41,8%
EBIT	5	17	29	44	59
zysk netto	4	12	30	34	46
P/E	486,3	152,5	62,6	55,7	41,2
P/BV	118,2	79,0	45,3	41,6	32,9
EV/EBITDA	238,0	95,2	58,6	39,6	29,4
DPS	0,13	0,16	0,44	1,07	1,20
DYield	0,2%	0,2%	0,7%	1,6%	1,8%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
GMV (mld PLN)	2,70	5,00	7,11	9,59	11,81
Liczba merchantów	17,2	20,6	27,3	31,4	35,1
Przychody	27,9	46,9	79,7	120,7	152,4
R/R		68,5%	69,7%	51,5%	26,3%
EBITDA	8,0	19,8	31,3	47,6	63,7
R/R		148,3%	57,7%	52,1%	34,0%
marża	28,7%	42,2%	39,2%	39,4%	41,8%
EBITDA skorygowana	10,1	20,2	32,2	47,6	63,7
R/R		100,1%	59,4%	47,8%	34,0%
marża	36,2%	43,0%	40,4%	39,4%	41,8%
EBIT	5,4	16,7	28,7	43,7	59,0
marża	19,5%	35,5%	36,0%	36,2%	38,7%
dział. finansowa i inne	-0,5	-1,0	9,5	-0,8	-0,9
podatek	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
zysk netto	3,9	12,5	30,4	34,2	46,3

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	79,7	120,7	152,4	187,5	225,7	265,7	304,7	338,2	369,7	402,4	420,5
EBITDA	31,3	47,6	63,7	78,0	93,4	108,6	124,6	138,8	152,0	165,6	173,1
marża EBITDA	39,2%	39,4%	41,8%	41,6%	41,4%	40,9%	40,9%	41,0%	41,1%	41,2%	41,2%
amortyzacja	3,5	3,8	4,7	5,8	7,0	8,3	9,5	10,5	11,5	12,5	13,1
EBIT	28,7	43,7	59,0	72,2	86,4	100,3	115,2	128,3	140,5	153,1	160,0
podatek	5,5	8,3	11,2	13,7	16,4	19,1	21,9	24,4	26,7	29,1	30,4
NOPLAT	23,2	35,4	47,8	58,5	70,0	81,3	93,3	103,9	113,8	124,0	129,6
CAPEX	-19,9	-3,7	-4,7	-5,8	-7,0	-8,3	-9,5	-10,5	-11,5	-12,5	-13,1
kapitał obrotowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	6,8	35,5	47,8	58,5	70,0	81,3	93,3	103,9	113,8	124,0	129,6
PV FCF	6,6	31,9	39,5	44,6	49,1	52,6	55,6	57,1	57,7	57,9	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	7,6	19,2	24,4	38,9	52,0
CFO/EBITDA	96%	97%	78%	82%	82%
CAPEX	-0,9	-1,4	-19,9	-3,7	-4,7
aktywa ogółem	30,1	43,1	63,0	68,8	82,8
kapitał własny	16,1	24,1	42,1	45,8	57,9
dług netto	-4,1	-16,7	-16,8	-18,7	-28,3
dług netto/EBITDA (x)	-0,5	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	3,4	2,9	2,4	11,6	11,5	9,3
maksimum	39,5	29,5	21,9	250,3	218,5	132,8
mediana	14,5	12,2	10,1	38,9	31,7	25,2
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	4,5%
zdyskontowana wartość FCF	1 513
dług netto MSSFI6	-17
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	69,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	54,08
DCF	50%	69,54
cena wynikowa		67,22
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		71,50

Vercom akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Grupa Vercom jest wiodącym na rynku polskim i czeskim dostawcą wielokanałowej komunikacji z klientem. Grupa oferuje kluczowe kanały komunikacji: SMS i email w jednej platformie, co jest kluczowe od strony klienta, oraz wiadomości push i wybrane narzędzia OTT. Inwestycja w Vercom to dla inwestorów możliwość ekspozycji na szybko rosnący sektor e-commerce (grupa obsługuje kluczowych graczy e-commerce i z nimi związanych, jak Allegro, InPost, eobuwie i DHL), a także na wzrost wykorzystania MarTech w przedsiębiorstwach. Grupa ma zdywersyfikowaną i szybko rosnącą bazę klientów, z niskim churn. Vercom generuje wysokie przepływy pieniężne dzięki niskiej kapitałochłonności biznesu. Grupa chce w kolejnych latach rozwijać się organicznie, na co pozwoli duża ekspozycja na klientów z sektora e-commerce. Dodatkowo, Vercom chce konsolidować branżę komunikacji w regionie, na co pozyskała środki w ramach IPO. Szacujemy CAGR przychodów (ex. przejęcia) Vercom w okresie 2020-24 na >21%, co plasuje Vercom w wąskiej grupie dynamicznie rosnących spółek z obrotami >100 mln PLN na GPW. Nasza cena docelowa to 59,30 PLN, co implikuje 12% potencjał wzrostu.

cena bieżąca
cena docelowa

53,10 PLN

potencjał zmiany

59,30 PLN

+11,7%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	59,30 PLN	2021-07-09

Podstawowe dane			VRC PW	vs. WIG
ticker	VRC PW	zmiana 1M	-1,5%	-1,0%
ISIN	PLVRCM000016	zmiana YTD	-	-
liczba akcji (mln)	18,5	średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	980,8	średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	860,7	EV/EBITDA 12M fwd	0,0	-
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	78	117	188	237	285
EBITDA	19	26	39	49	59
marża EBITDA	24,4%	22,3%	20,9%	20,8%	20,7%
EBIT	17	23	36	45	53
zysk netto	14	19	31	40	49
P/E	67,8	50,5	31,6	24,5	19,8
P/BV	56,6	38,1	4,6	3,9	3,4
EV/EBITDA	51,7	37,7	21,9	16,7	13,5
DPS	0,55	0,71	1,04	0,00	1,11
DYield	1,0%	1,3%	2,0%	0,0%	2,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	77,9	116,6	187,9	236,9	284,5
zmiana	33,1%	49,8%	30,9%	26,0%	20,1%
zysk brutto ze sprzedaży	24,9	35,5	54,0	67,4	80,2
marża	32,0%	30,5%	28,7%	28,5%	28,2%
Sprzedaż i marketing	-1,3	-2,2	-4,2	-5,2	-6,1
Koszty ogólnego z.	-6,8	-9,5	-14,3	-17,7	-20,8
Pozostałe przychody op.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty op.	-0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,5	23,3	35,6	44,6	53,3
marża EBIT	21,2%	20,0%	18,9%	18,8%	18,7%
EBITDA	19,0	26,0	39,3	49,3	59,0
marża EBITDA	24,4%	22,3%	20,9%	20,8%	20,7%
Dział. finansowa	0,2	-1,0	-0,7	0,4	2,3
Podatek dochodowy	-1,8	-2,7	-3,8	-4,9	-6,1
zysk netto	14,5	19,4	31,0	40,0	49,4

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	188	237	285	337	391	443	492	537	576	609	624
zmiana	30,9%	26,0%	20,1%	18,4%	16,0%	13,3%	11,2%	9,1%	7,3%	5,7%	
EBIT	36	45	53	62	71	79	85	90	93	95	98
podatek	4	5	6	7	8	9	9	10	10	10	11
NOPLAT	32	40	47	55	64	70	76	80	83	85	87
amortyzacja	4	5	6	7	8	9	10	10	11	11	11
CAPEX + leasingi	-5	-6	-8	-10	-12	-12	-13	-13	-13	-12	-13
kap. obrotowy	-1	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-1	0	0
pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	30	37	44	51	58	65	71	76	80	83	85
PV FCF	28	33	36	38	40	42	42	41	40	38	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	15,1	25,3	34,2	42,8	51,4
CFO/EBITDA	79%	97%	87%	87%	87%
CAPEX	-1,7	-1,9	-3,8	-5,2	-9,6
aktywa ogółem	64,0	104,5	296,6	315,7	334,6
kapitał własny	17,3	25,7	212,0	252,0	285,4
dług netto	14,1	39,0	-120,1	-157,2	-187,0
dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	-3,1	-3,2	-3,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	6,4	6,2	5,8	8,2	7,5	6,9
maksimum	289,4	206,5	136,1	114,1	2640,9	469,0
mediana	18,9	17,6	14,0	24,9	29,6	21,4
waga	33%	33%	0%	17%	17%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,5%
zdyskontowana wartość FCF	594
dług netto ex. MSSF16	-78
inne korekty	10
wycena DCF na akcję (PLN)	57,44

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	54,06
DCF	50%	57,44
cena wynikowa		55,75
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		59,30

Handel

Dino

trzymaj (bez zmian)

Janusz Pięta

+48 22 438 24 08

janusz.pieta@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralny stosunek do spółki. Oczekujemy dalszego rozładniwania kosztów materiałów, energii i wynagrodzeń w drugiej połowie roku w związku ze spadającymi cenami surowca dla Agro Rydzyny (cena mięsa wieprzowego klasy E w UE o ok. 4,6% niższa r/r). Widzimy miejsce do dalszego rozrostu sieci, zakładając osiągnięcie 1803 sklepów na koniec 4Q'21, a na lata 2022-24 (odpowiednio 380, 417 i 430 otwarć). Młoda struktura sklepów (ok. 20% otwartych w ciągu roku i ok. 48% do 3 lat) korzystnie wpłynie na sprzedaż LfL. Na cały 2021 rok zakładamy wzrost sprzedaży/sqm o 6,8% oraz wzrost marży EBITDA pre-IFRS 16 do poziomu 10,26% (0,14 p.p. r/r). Sądzymy, że pozytywny efekt wynikający z efektywności operacyjnej w 2022 roku (wzrost skali działalności) zostanie zniwelowany przez presję na wzrost wynagrodzeń, a w rezultacie marża EBITDA w 2022 roku pozostanie płaska. Podkreślamy pozytywne ryzyka dla spółki, w tym przede wszystkim wzrost dochodu rozporządzalnego wynikający ze wzrostu płacy minimalnej (3010 PLN w 2022 vs 2800 PLN w 2021 roku) oraz zmiany podatkowe w Nowym Ładzie (już ogłoszone w sejmie), szczególnie korzystne dla mieszkańców mniejszych miejscowości. Pozytywnie na wartość koszyka powinna wpływać rosnąca inflacja żywności i napojów bezalkoholowych, 4,4% r/r we wrześniu, która w naszej ocenie utrzyma się na podwyższonym poziomie w średnim terminie. Spółka notowana jest na EV/EBITDA'21 growth z 11% premią, a na EV/EBITDA'22 growth z 11% dyskontem do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy zalecenie trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

347,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

322,70 PLN

-7,2%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	322,70 PLN	2021-09-07

Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
ticker	DNP PW	zmiana 1M	+2,6%	+3,2%
ISIN	PLDINPL00011	zmiana YTD	+20,2%	-5,7%
liczba akcji (mln)	98,0	średni obrót 1M	53,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 108,1	średni obrót 6M	38,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	34 762,0	EV/EBITDA 12M fwd	21,5	+24,8%
free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	17,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	7 647	10 126	13 231	17 057	21 120
EBITDA skor.	714	1 025	1 358	1 750	2 192
marża EBITDA	9,3%	10,1%	10,3%	10,3%	10,4%
EBIT skor.	552	827	1 124	1 460	1 844
zysk netto	411	641	886	1 151	1 453
P/E skor.	83,0	53,0	38,5	29,7	23,5
P/BV	21,0	15,0	10,8	7,9	5,9
EV/EBITDA skor.	48,6	34,1	25,6	19,6	15,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
liczba sklepów		0,0%	0,0%	0,0%	
sprzedaż/mkw		0,0%	0,0%	0,0%	
marża EBITDA		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba sklepów	1 218	1 473	1 803	2 183	2 600
powierzchnia	472	573	706	857	1 024
średnia powierzchnia skl.	388	389	391	393	394
MBNS	24,3%	25,7%	25,9%	25,9%	25,9%
sklepów/centrum dystryb.	305	295	258	273	325
przepływy oper.	799	820	1 498	1 800	2 140
amortyzacja	164	198	235	290	349
kapitał obrotowy	153	-96	365	298	267
przepływy inw.	-828	-1 000	-1 198	-1 317	-1 369
CAPEX	-830	-1 002	-1 200	-1 317	-1 369
przepływy fin.	155	266	-126	-62	-72
wpływy/spłaty pożyczek	103	226	-54	0	0
FCF	-53	-217	320	463	749
FCF/EBITDA	-7%	-21%	24%	26%	34%
CFO/EBITDA	110%	79%	109%	102%	97%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
cykl konw. zapasów	39,4	42,5	41,2	39,8	38,5
cykl konw. należności	3,7	3,1	1,7	1,7	1,7
cykl konw. zobowiązań	93,0	82,3	82,3	80,8	78,3
cykl konw. gotówki	-49,9	-36,7	-39,3	-39,3	-38,0
narzut SG&A	17,0%	17,5%	17,3%	17,2%	17,1%
dług netto (mln PLN)	592	883	654	233	-466
dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,9	0,5	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	-4,3	-3,9	-4,1	11,2	10,0	9,0	5,3	5,0	4,5
maksimum	1,1	0,9	0,9	39,2	23,0	21,1	8,8	8,2	7,7
mediana	0,7	0,7	0,6	15,5	13,3	12,0	6,2	5,8	5,6
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
liczba sklepów	1 803	2 183	2 600	3 030	3 417	3 734	3 966	4 128	4 242	4 332	
sprzedaż/mkw.	1 724	1 819	1 871	1 923	1 975	2 028	2 063	2 101	2 119	2 139	
narzut SG&A	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,6%	16,6%	
przychody	13 231	17 057	21 120	25 621	30 184	34 430	37 746	40 417	42 176	43 624	
EBITDA	1 358	1 750	2 192	2 681	3 184	3 644	4 029	4 310	4 495	4 649	
marża EBITDA	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
EBIT	1 134	1 471	1 854	2 281	2 719	3 127	3 473	3 734	3 912	4 065	
podatek	-213	-279	-352	-433	-517	-594	-660	-709	-743	-772	
CAPEX	-1 200	-1 317	-1 369	-1 592	-1 429	-1 236	-993	-702	-594	-595	
kapitał obrotowy	365	298	267	282	184	125	51	3	-25	77	
FCF	320	463	749	949	1 434	1 951	2 437	2 912	3 144	3 369	3 470
PV FCF	295	393	587	685	954	1 196	1 378	1 517	1 510	1 491	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	27 916
dług netto	883
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	377,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	228,60
DCF	50%	377,79
cena wynikowa		303,20
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		322,70

Jeronimo Martins trzymaj (bez zmian)

Janusz Pięta

+48 22 438 24 08

janusz.pieta@mbank.pl

Dla drugiej połowy roku w Biedronce oczekujemy spadku dynamiki sprzedaży/sqm do 2,5% bez FX przy spadku marży EBITDA pre IFRS 16 o 0,1 p.p. w związku z inflacją kosztów wynagrodzeń i energii. Na 2H'21 dla Recheio zakładamy wzrost sprzedaży/sqm o 5 p.p. (otwieranie się HoReCa) przy wzroście marży EBITDA dla całej Portugalii o 0,3 p.p. Uważamy, że w samym 3Q'21 marża w Portugalii pozostanie płaska ze względu na większą aktywność promocyjną Pingo Doce oraz dalsze ograniczenia w liczbie osób mogących przebywać w sklepach. Podtrzymujemy przekonanie o powrocie Pingo Doce do rentowności z 2018 roku już w 2022 roku, oraz poprawie marży Recheio, przy czym sieć szybko nie odzyska rentowności sprzed pandemii. W Kolumbii oczekujemy osiągnięcia rentowności pre-IFRS 16 w 2023 roku. Pozytywnym ryzykiem dla naszych prognoz jest możliwy silniejszy wzrost dochodu rozporządzalnego w Polsce (Nowy Ład, wzrost płacy minimalnej), rosnąca inflacja żywności w Polsce (4,4% w IX) i Kolumbii (11,5% w VIII), a także wyjątkowo wysoki stan zaszczepienia w Portugalii ok. 85%, który będzie wspierał powrót sektora HoReCa do poziomów przedcovidowych. Biedronka rozpoczęła współpracę z Glovo w zakresie e-grocery, co odczytujemy pozytywnie, jednak jest jeszcze za wcześnie by szacować wpływ tej usługi na wycenę. Jeronimo Martins notowany jest obecnie z ok. 3% dyskontem do grupy porównawczej na wskaźniku EV/EBITDA growth'22 i nie odchyła się istotnie od swoich średnioterminowych mnożników. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca	18,14 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	18,10 EUR	-0,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	18,10 EUR	2021-09-07

Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
ticker	JMT PL	zmiana 1M	-0,4%	+0,1%
ISIN	PTJMT0AE0001	zmiana YTD	+34,0%	+8,1%
liczba akcji (mln)	629,3	średni obrót 1M	11,1 mln EUR	
MC (mln PLN)	11 412,2	średni obrót 6M	9,7 mln EUR	
EV (mln PLN)	11 021,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-9,4%
free float	38,8%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	18 638	19 293	20 624	22 282	23 489
EBITDA	1 028	973	1 150	1 275	1 359
marża EBITDA	5,5%	5,0%	5,6%	5,7%	5,8%
EBIT	631	551	713	807	866
zysk netto	433	360	489	560	602
P/E skor.	28,8	35,7	24,7	21,5	20,0
P/BV	5,8	5,7	4,9	4,3	3,8
EV/EBITDA	11,2	11,5	9,6	8,4	7,7
DPS	0,35	0,37	0,31	0,36	0,41
DYield	1,9%	2,0%	1,7%	2,0%	2,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)			0,0%	0,0%	0,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			0,0%	0,0%	0,0%
Recheio (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA Biedronka	918	979	1047	1132	1185
EBITDA Pingo Doce	200	160	185	198	207
EBITDA Recheio	55	28	32	35	37
EBITDA Pozostałe	-62	-57	-22	-1	19
CCC w dniach	-70	-69	-66	-66	-65
przepływy oper.	1 492	1 449	1 375	1 613	1 580
D&A	397	422	437	467	493
D&A (leasing)	318	312	316	327	337
kapitał obrotowy	329	69	44	227	115
przepływy inv.	-567	-488	-687	-715	-679
przepływy fin.	-549	-807	-593	-583	-630
dywidenda/buyback	220	232	198	225	260
FCF	638	378	312	585	578
FCF/EBITDA	62%	39%	27%	46%	43%
CFO/EBITDA	145%	149%	120%	127%	116%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Biedronka (sklepy)	3 215	3 275	3 315	3 355	3 395	3 435	3 475	3 515	3 555	3 595	
Pingo Doce (sklepy)	463	467	467	467	467	467	467	467	467	467	
Ara (sklepy)	774	894	994	1074	1134	1174	1214	1254	1294	1334	
przychody	20 624	22 282	23 489	24 502	25 487	26 445	27 439	28 490	29 603	30 782	
EBITDA	1 150	1 275	1 359	1 422	1 490	1 557	1 625	1 699	1 762	1 829	
marża EBITDA	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	
EBIT	713	807	866	910	965	1 024	1 088	1 162	1 227	1 290	
podatek	-180	-202	-217	-228	-241	-256	-272	-290	-307	-322	
CAPEX	-701	-715	-679	-645	-613	-583	-553	-526	-499	-539	
kapitał obrotowy	44	227	115	84	76	68	69	72	138	147	
FCF	312	585	578	633	712	787	869	955	1 094	1 114	1 131
PV FCF	304	525	478	483	500	510	519	525	555	521	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
MBNS	21,9%	21,9%	21,8%	21,8%	21,8%
narzut SG&A	18,4%	18,8%	18,3%	18,1%	18,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)	3,5%	1,9%	2,7%	4,4%	2,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,9%	-3,5%	1,4%	0,5%	0,9%
Recheio (s/mkw. r/r)	2,1%	-15,9%	2,4%	0,0%	0,0%
dług netto*	-197	-509	-631	-946	-1 216
dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	-4,3	-3,9	-4,1	11,2	10,0	9,0	5,3	5,0	4,5
maksimum	1,1	0,9	0,9	39,2	30,6	24,9	25,3	20,1	16,6
mediana	0,7	0,7	0,6	15,5	13,3	12,0	6,2	5,8	5,6
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,5%
zdyskontowana wartość FCF	12 469
dług netto	-509
inne korekty	249
wycena DCF na akcję (EUR)	20,23

Wycena

(EUR)	waga	cena
porównawcza	50%	13,77
DCF	50%	20,23
cena wynikowa		17,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		18,10

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 7 października 2021 o godzinie 08:21. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 października 2021 o godzinie 8:35.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
Allegro	Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo
Answer	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Enrga, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayil, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessengerlo Chemie, Wacker Chemie
CD Projekt	11 bit studios, Activision Blizzard, Capcom, EA, Take-Two, Ubisoft
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
Mo-BRUK	Advanced Disposla Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Envi, Cleacaway Waste Management, Cognor, Comercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Enrga, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
Polenergia	Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.ON, EdF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Vind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy
Pozbud	Alumetal, Amica, Boryszew, Cognor, Famur, Ferro, Forte, Grupa Kęty, Mangata, Newag, PKP Cargo, Stalprodukt, Wielton
Shoper	Alibaba, Allegro, Amazon, Bigcommerce, Ebay, Etsy, Hubspot, Livechat Software, Paycom Software, Paylocity Holding, Salesforce, Servicenow, Shopify, Zendesk
Stalprodukt	Baoshan Iron and Steel, Befesa, Boliden, Cleveland Cliffs, Gem, Hinustan Zinc, Kloeckner, Korea Zinc, Material Technologies, Novolipetsk Steel, Nyrstar, Posco, Salzgitter, SSAB, Tata Steel, ThyssenKrupp, Umicore, United States Steel, Vallourec, Voestalpine, Yechiu Metal Recycling
Sygnity	Ailleron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch
Ten Square Games	G5 Entertainment, Gree, Huuuge, Koei Tecmo, NetEase, Netmarble, NHN, Rovio, Sciplay, Stillfront, Tencent, Zynga
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
Vercom	Alibaba Group, Allegro, Asseco South Eastern Europe, Avaya Holdings, Ebay, Link Mobility, Livechat Software, Mailup, R22, Sinch, Twilio, Vonage Holdings, Wirtualna Polska

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

11 bit studios

rekomendacja	zawieszona	sprzedaj
data wydania	2021-05-07	2021-03-02
cena docelowa (PLN)	-	493,00
kurs z dnia rekomendacji	501,00	558,00

AC

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-04-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,00	36,40

Agora

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	10,60	7,60
kurs z dnia rekomendacji	10,40	6,96

Ailleron

rekomendacja	równoważ
data wydania	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	626

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	55,00	30,00	30,00	18,78	14,98
kurs z dnia rekomendacji	43,72	28,80	24,13	17,50	13,39

Allegro

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2021-09-20	2020-11-18
cena docelowa (PLN)	52,40	54,00
kurs z dnia rekomendacji	64,25	67,89

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-29	2021-01-15	2020-12-08	2020-10-19
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	68,00	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50	36,00

Amica

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-18	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	153,20	145,00	145,80	149,60

AmRest

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	25,80

Answear

rekomendacja	kupuj	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-02-04
cena docelowa (PLN)	51,20	-	44,50
kurs z dnia rekomendacji	33,40	32,01	28,51

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,90	22,40

Asseco BS

rekomendacja	równoważ
data wydania	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,00

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2021-09-07
cena docelowa (PLN)	80,70
kurs z dnia rekomendacji	85,65

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	43,70

Astarta

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-08-27	2021-04-26	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	53,80	38,20	36,20	25,20	21,80

Atende

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2020-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,44

BNP Paribas Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	102,48	90,00	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	70,00	66,60	55,00	46,40

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2021-05-31	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	329	2,87

CCC

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	96,00	89,00	89,00	89,00
kurs z dnia rekomendacji	111,80	99,76	97,88	85,70	71,38

CD Projekt

rekomendacja	kupuj	zawieszona	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-23	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	238,00	-	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60	429,10
kurs z dnia rekomendacji	188,00	156,52	183,00	240,30	305,80	267,70	425,10	381,20	382,60

CEZ

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-11-20	2020-10-02
cena docelowa (CZK)	825,37	722,14	759,63	693,24	601,40	514,80
kurs z dnia rekomendacji	780,00	598,00	631,00	565,00	468,00	438,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	47,47	40,97	32,59	34,27	30,10
kurs z dnia rekomendacji	46,70	41,30	30,35	27,45	27,25

Cognor

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	5,05	5,05	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29
kurs z dnia rekomendacji	3,93	4,52	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25

Comarch

rekomendacja	kupuj
data wydania	2021-03-30
cena docelowa (PLN)	267,00
kurs z dnia rekomendacji	219,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-10-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	36,20	27,90
kurs z dnia rekomendacji	35,62	27,84

Dino

rekomendacja	trzymaj	zawieszona	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	322,70	-	290,80	263,10	263,10
kurs z dnia rekomendacji	339,00	247,30	266,60	248,80	269,80

Enea

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,43	8,76	6,83	5,60

Energia

rekomendacja	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,81	7,80

Erste Group

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (EUR)	34,06	34,06	34,06	30,58
kurs z dnia rekomendacji	31,57	34,05	29,27	24,95

Eurocash

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09
cena docelowa (PLN)	-	16,50
kurs z dnia rekomendacji	14,32	15,77

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-09-07	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	4,01	3,01	2,50	3,30
kurs z dnia rekomendacji	3,03	2,59	2,53	1,90

Forte

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-07-30	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	57,50	59,90	43,50	38,80

GPW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	44,48	40,60	39,19
kurs z dnia rekomendacji	45,76	43,00	44,80

Grupa Azoty

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	20,97	34,74	30,23	23,65	24,54
kurs z dnia rekomendacji	29,64	37,68	31,00	28,95	26,85

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	55,00	49,50	36,45	37,64
kurs z dnia rekomendacji	45,90	43,25	35,60	29,60

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	250,00	190,00	190,00	143,10	117,78
kurs z dnia rekomendacji	231,50	176,40	181,00	155,20	124,40

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09
cena docelowa (EUR)	18,10	-	14,50
kurs z dnia rekomendacji	18,22	15,38	14,42

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-04-09	2021-02-03	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	62,42	48,09	46,40	36,58	20,14	25,96
kurs z dnia rekomendacji	48,87	31,88	34,80	25,53	18,20	25,00

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-03-12	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	75,85	71,84	62,93	57,39	53,66
kurs z dnia rekomendacji	54,10	54,00	54,50	46,75	39,00

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	599,16	553,55	534,23	472,99	422,81
kurs z dnia rekomendacji	679,00	610,00	569,00	449,50	410,00

KCHM

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-10-01	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	158,27	245,39	222,05	230,25	152,27	103,84
kurs z dnia rekomendacji	157,65	208,80	199,20	177,05	177,20	115,15

Komerční Banka

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (CZK)	804,77	804,77	804,77	682,02	682,02	618,97
kurs z dnia rekomendacji	779,00	798,50	680,00	659,00	616,00	484,50

Kruk

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-07-06	2021-06-09	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	288,46	288,46	295,77	174,96	174,96
kurs z dnia rekomendacji	347,00	267,00	265,80	168,30	142,30

Kruszwica

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2021-02-26	2021-01-12	2020-12-08	2020-10-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,80	66,00	56,60	53,20

Lotos

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-08-04	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	67,20	60,75	53,39	53,39	54,00	49,01	47,09
kurs z dnia rekomendacji	52,52	54,40	52,80	45,15	42,44	37,30	34,00

LPP

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	-	9 300,00	8 500,00	8 500,00	7 600,00	7 900,00
kurs z dnia rekomendacji	10 640,00	8 615,00	7 700,00	7 285,00	5 995,00	6 800,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	87,80	70,60	55,50

Millennium

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	7,30	7,30	4,20	2,88
kurs z dnia rekomendacji	8,05	6,60	3,80	2,93

Mo-BRUK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-09-07	2021-07-06	2021-05-04	2021-04-09	2021-01-11
cena docelowa (PLN)	397,63	379,61	429,25	426,72	387,49
kurs z dnia rekomendacji	355,00	326,00	409,00	396,00	246,00

MOL

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-07-06	2021-04-09	2021-03-25	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (HUF)	2 816,00	2 816,00	2 294,00	2 571,00	2 379,00	2 379,00
kurs z dnia rekomendacji	2 688,00	2 378,00	2 150,00	2 184,00	2 220,00	2 002,00

Moneta Money Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08
cena docelowa (CZK)	95,50	82,70	82,70
kurs z dnia rekomendacji	78,20	78,70	67,00

Netia

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	4,70
kurs z dnia rekomendacji	6,92	4,50

Orange Polska

rekomendacja	kupuj
data wydania	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	820
kurs z dnia rekomendacji	6,52

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (HUF)	15 143,00	15 143,00	13 800,00	13 800,00
kurs z dnia rekomendacji	15 865,00	13 565,00	13 500,00	12 000,00

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	130,00	102,00	75,93
kurs z dnia rekomendacji	107,20	76,24	57,94

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,34	9,94	7,25	5,77

PCNiG

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	7,45	6,84	6,84	6,39	6,39
kurs z dnia rekomendacji	6,58	6,47	6,45	5,72	5,21

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-03-25	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	70,59	60,64	58,40
kurs z dnia rekomendacji	77,80	62,82	59,60

PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-09-01	2021-04-23	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	50,65	40,66	40,00	32,40	22,58
kurs z dnia rekomendacji	42,05	32,91	33,15	27,23	20,44

PKP Cargo

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	16,21	13,97
kurs z dnia rekomendacji	19,08	13,20

Play

rekomendacja	zawieszona	redukuj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	-	35,20
kurs z dnia rekomendacji	38,52	38,72

PlayWay

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	-	590,00	590,00	549,00
kurs z dnia rekomendacji	430,20	548,00	599,00	527,00

Polenergia

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-10-30
cena docelowa (PLN)	85,94	78,59	72,69	72,69	62,99	62,99
kurs z dnia rekomendacji	70,60	70,20	79,10	100,00	63,00	42,60

Pozbud

rekomendacja	trzymaj	zawieszona
data wydania	2021-09-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	5,24	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	1,91

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-03
cena docelowa (PLN)	40,63	40,63	39,33
kurs z dnia rekomendacji	37,29	34,09	26,45

RBI

rekomendacja	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (EUR)	21,00	18,22
kurs z dnia rekomendacji	18,52	16,69

Santander Bank Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	345,80	345,80	283,70	238,14
kurs z dnia rekomendacji	337,80	302,00	211,80	175,20

Shoper

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2021-08-24
cena docelowa (PLN)	71,50
kurs z dnia rekomendacji	74,98

Skarbiec Holding

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	30,74
kurs z dnia rekomendacji	44,50	24,80

Stalprodukt

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-03-05	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	299,44	403,06	397,79	370,99
kurs z dnia rekomendacji	293,00	382,00	321,50	210,50

Sygnity

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-09-03	2021-03-18
cena docelowa (PLN)	11,70	11,60
kurs z dnia rekomendacji	9,78	11,10

Tauron

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,41	3,40	2,17

Ten Square Games

rekomendacja	akumuluj	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	612,00	-	702,00	724,00	722,00
kurs z dnia rekomendacji	545,00	420,00	496,60	525,00	640,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,90	13,70

Vercom

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2021-07-09
cena docelowa (PLN)	59,30
kurs z dnia rekomendacji	54,20

VRG

rekomendacja	zawieszona	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2021-04-23
cena docelowa (PLN)	-	3,65
kurs z dnia rekomendacji	3,64	3,33

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-08-25	2021-05-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	150,00	126,00	93,00
kurs z dnia rekomendacji	129,00	99,20	82,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł, gaming

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl